



VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ

BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY

FAKULTA PODNIKATELSKÁ

FACULTY OF BUSINESS AND MANAGEMENT

ÚSTAV MANAGEMENTU

INSTITUTE OF MANAGEMENT

STANOVENÍ HODNOTY PODNIKU

VALUE ESTIMATION OF A COMPANY

DIPLOMOVÁ PRÁCE

MASTER'S THESIS

AUTOR PRÁCE

AUTHOR

Bc. Tomáš Václavek

VEDOUCÍ PRÁCE

SUPERVISOR

prof. Ing. Alena Kocmanová, Ph.D.

BRNO 2017

Zadání diplomové práce

Ústav: Ústav managementu
Student: **Bc. Tomáš Václavek**
Studijní program: Ekonomika a management
Studijní obor: Řízení a ekonomika podniku
Vedoucí práce: **prof. Ing. Alena Kocmanová, Ph.D.**
Akademický rok: 2016/17

Ředitel ústavu Vám v souladu se zákonem č. 111/1998 Sb., o vysokých školách ve znění pozdějších předpisů a se Studijním a zkušebním řádem VUT v Brně zadává diplomovou práci s názvem:

Stanovení hodnoty podniku

Charakteristika problematiky úkolu:

Úvod
Cíle práce, metody a postupy zpracování
Teoretická východiska práce
Analýza současného stavu
Vlastní návrhy řešení
Závěr
Seznam použité literatury
Přílohy

Cíle, kterých má být dosaženo:

Hlavním cílem diplomové práce je stanovení hodnoty vybraného podniku ke konkrétnímu datu. Dosažení uvedeného hlavního cíle povede přes splnění dílčích cílů. Mezi ně řadíme vypracování strategické analýzy, provedení finanční analýzy a volbu příslušné metody ocenění.

Základní literární prameny:

DLUHOŠOVÁ, Dana. Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita. Praha: Ekopress, 2006. ISBN 80-86119-58-0.

KISLINGEROVÁ, Eva. Oceňování podniku. 2. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. ISBN 80-7179-529-1.

MARÍK, Miloš. Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy. 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-67-5.

MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-80-4.

RŮČKOVÁ, Petra. Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi. 5., aktualiz. vyd. Praha: Grada Publishing, 2015. ISBN 978-80-247-5534-2.

Termín odevzdání diplomové práce je stanoven časovým plánem akademického roku 2016/17

V Brně dne 28.2.2017

L. S.

doc. Ing. Robert Zich, Ph.D.
ředitel

doc. Ing. et Ing. Stanislav Škapa, Ph.D.
děkan

Abstrakt

Diplomová práce se zabývá stanovením hodnoty společnosti AGRO družstvo vlastníků Puklice k 1. lednu 2016. Práce je rozdělena do čtyř částí. V první části jsou definovány cíle práce. Druhá část obsahuje teoretická východiska práce. Ve třetí části jsou uvedeny základní informace o družstvu, následuje strategická analýza a nakonec je zde finanční analýza včetně jejího zhodnocení. Část čtvrtá obsahuje výběr metody ocenění a vlastní stanovení hodnoty podniku.

Abstract

This master's thesis deals with value estimation of the company AGRO družstvo vlastníků Puklice on the date of January 1, 2016. The thesis is divided into four parts. The first part defines the objectives of the thesis. The second part contains the theoretical background to the thesis. The third part consists of basic information about the selected company, followed by a strategic and financial analysis of the company including its summary. The fourth part discusses the selection of an evaluation method and also contains the main part of the evaluation of the company.

Klíčová slova

podnik, zemědělství, hodnota podniku, strategická analýza, finanční analýza

Key words

company, agriculture, value of a company, strategic analysis, financial analysis

Bibliografická citace

VÁCLAVEK, T. *Stanovení hodnoty podniku*. Brno: Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, 2017. 107 s. Vedoucí diplomové práce prof. Ing. Alena Kocmanová, Ph.D.

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že předložená diplomová práce je původní a zpracoval jsem ji samostatně. Prohlašuji, že citace použitých pramenů je úplná, že jsem ve své práci neporušil autorská práva (ve smyslu Zákona č. 121/2000 Sb., o právu autorském a o právech souvisejících s právem autorským).

V Brně dne 22. května 2017

.....

Bc. Tomáš Václavek

Poděkování

Na tomto místě bych chtěl poděkovat vedoucí mé diplomové práce, paní prof. Ing. Aleně Kocmanové, Ph.D. za cenné rady a připomínky. Dále děkuji předsedovi představenstva společnosti AGRO družstvo vlastníků Puklice, panu Ing. Karlu Vašourkovi a ekonomce družstva, paní Marii Mašterové, za ochotu, poskytnutí dat a cenné konzultace. V neposlední řadě děkuji rodině za podporu během celého studia.

OBSAH

ÚVOD.....	13
1 CÍLE PRÁCE, METODY A POSTUPY ZPRACOVÁNÍ.....	14
2 TEORETICKÁ VÝCHODISKA PRÁCE	15
2.1 Definice podniku	15
2.2 Hodnota podniku	16
2.2.1 Hladiny hodnoty podniku	17
2.2.2 Kategorie hodnoty podniku	17
2.2.2.1 Tržní hodnota.....	17
2.2.2.2 Subjektivní (investiční) hodnota.....	18
2.2.2.3 Objektivizovaná hodnota.....	18
2.2.2.4 Kolínská škola	19
2.2.3 Účel oceňování podniku	20
2.2.4 Postup oceňování podniku	21
2.3 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná	22
2.4 Strategická analýza.....	23
2.4.1 Analýza makroprostředí.....	23
2.4.2 Analýza mikroprostředí	24
2.4.2.1 Citlivost na změny hospodářského cyklu	24
2.4.2.2 Způsob vládní regulace.....	25
2.4.2.3 Struktura odvětví	25
2.4.3 SWOT analýza.....	26
2.5 Finanční analýza.....	26
2.5.1 Absolutní ukazatele.....	27
2.5.2 Rozdílové ukazatele.....	28
2.5.3 Poměrové ukazatele	29

2.5.3.1	Ukazatele rentability (výnosnosti).....	29
2.5.3.2	Ukazatele aktivity	30
2.5.3.3	Ukazatele zadluženosti	32
2.5.3.4	Ukazatele likvidity.....	32
2.5.4	Soustavy ukazatelů	34
2.5.5	Průměrné vážené náklady kapitálu (WACC).....	36
2.6	Analýza a prognóza generátorů hodnoty.....	38
2.7	Základní metody ocenění	39
2.7.1	Výnosové metody	39
2.7.1.1	Metody diskontovaných peněžních toků (DCF).....	40
2.7.1.2	Metoda kapitalizovaných čistých výnosů.....	43
2.7.1.3	Metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA)	44
2.7.2	Majetkové metody	45
2.7.2.1	Účetní metoda.....	45
2.7.2.2	Substanční metoda.....	46
2.7.2.3	Metoda likvidační hodnoty.....	46
2.7.3	Tržní (komparativní) metody.....	47
2.7.4	Kombinované metody.....	47
2.7.4.1	Schmalenbachova metoda	47
2.7.4.2	Metoda vážené střední hodnoty.....	48
2.7.4.3	Metody nadzisku, superzisku	48
3	ANALÝZA SOUČASNÉHO STAVU	49
3.1	Základní informace o družstvu.....	49
3.1.1	Předmět podnikání	50
3.1.2	Organizační struktura družstva	51
3.1.3	Historie družstva	51

3.2	Strategická analýza.....	51
3.2.1	Analýza podniku	52
3.2.1.1	Živočišná výroba	52
3.2.1.2	Rostlinná výroba.....	53
3.2.1.3	Bioplynová stanice	53
3.2.1.4	Podniková a marketingová strategie družstva	53
3.2.2	Analýza obecného prostředí.....	55
3.2.2.1	Politické a legislativní vlivy	55
3.2.2.2	Ekonomické vlivy.....	56
3.2.2.3	Sociální vlivy.....	58
3.2.2.4	Technologické vlivy	58
3.2.2.5	Ekologické vlivy.....	59
3.2.3	Analýza oborového prostředí.....	59
3.2.3.1	Stávající konkurence	59
3.2.3.2	Nová konkurence	60
3.2.3.3	Vliv odběratelů, zákazníků	60
3.2.3.4	Vliv dodavatelů	60
3.2.3.5	Hrozba substitučních výrobků	61
3.2.4	SWOT analýza.....	61
3.2.4.1	Silné stránky	61
3.2.4.2	Slabé stránky	61
3.2.4.3	Příležitosti.....	61
3.2.4.4	Hrozby	62
3.3	Finanční analýza.....	62
3.3.1	Absolutní ukazatele.....	62
3.3.1.1	Vertikální analýza aktiv	62

3.3.1.2	Horizontální analýza aktiv	65
3.3.1.3	Vertikální analýza pasiv	66
3.3.1.4	Horizontální analýza pasiv	70
3.3.1.5	Analýza výkazu zisku a ztráty	71
3.3.2	Rozdílové ukazatele	72
3.3.3	Poměrové ukazatele	73
3.3.3.1	Ukazatele rentability	73
3.3.3.2	Ukazatele aktivity	74
3.3.3.3	Ukazatele zadluženosti	76
3.3.3.4	Ukazatele likvidity	77
3.3.4	Soustavy ukazatelů	77
3.3.5	Hodnocení finanční analýzy	78
4	VLASTNÍ NÁVRHY ŘEŠENÍ	81
4.1	Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná	81
4.1.1	Provozně nutný investovaný kapitál	81
4.1.2	Korigovaný výsledek hospodaření	83
4.2	Odhad hodnoty podniku účetní metodou	83
4.3	Analýza generátorů hodnoty	85
4.3.1	Tržby	85
4.3.2	Marže provozního zisku	86
4.3.3	Investice do pracovního kapitálu	86
4.3.4	Investice do dlouhodobého majetku	88
4.3.5	Rentabilita provozně nutného investovaného kapitálu	89
4.3.6	Předběžné ocenění pomocí generátorů hodnoty	91
4.4	Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)	92
4.4.1	Průměrné vážené náklady kapitálu (WACC)	92

4.4.1.1	Náklady na cizí kapitál	92
4.4.1.2	Náklady na vlastní kapitál	93
4.4.1.3	Výpočet průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC).....	94
4.4.2	První fáze ocenění pomocí metody DCF entity	94
4.4.3	Současná hodnota druhé fáze ocenění pomocí metody DCF entity	95
4.4.4	Výsledné ocenění k 1. lednu 2016	96
4.5	Shrnutí vlastních návrhů	97
ZÁVĚR		99
SEZNAM POUŽITÝCH ZDROJŮ		100
SEZNAM TABULEK, OBRÁZKŮ A GRAFŮ.....		104
SEZNAM POUŽITÝCH ZKRATEK.....		106
SEZNAM PŘÍLOH.....		107

ÚVOD

Oceňování podniku je poměrně složitou disciplínou. Jde o časově náročnou proceduru, ve které se spojují znalosti podnikové ekonomiky, disciplín zaměřených na trh, daní a vlastních metod ocenění. Při oceňování podniku je klíčovým faktorem kvalita informací, ze kterých se při ocenění čerpá, a hlavně volba metody ocenění. Metod existuje celá řada a svoji roli zde hraje i individuální přístup oceňovatele. Může se tedy stát, že dva na sobě nezávislí oceňovatelé ocení daný podnik odlišně.

Předložená diplomová práce se zabývá stanovením hodnoty společnosti AGRO družstvo vlastníků Puklice, což je středně velké družstvo sídlící v Kraji Vysočina (bývalý okres Jihlava), jehož hlavní činnosti je zemědělská prvovýroba (rostlinná a živočišná) a výroba elektrické energie v bioplynové stanici. Hodnota podniku bude stanovena pro potřeby managementu podniku k datu 1. ledna 2016.

Diplomová práce je rozdělena do čtyř částí. V první části budou definovány cíle práce. Druhá část obsahuje teoretická východiska práce, zejména týkající se definice podniku, hodnoty podniku, strategické a finanční analýzy a dále zde budou popsány základní metody ocenění. Ve třetí části budou nejprve uvedeny základní informace o družstvu, následovat bude strategická analýza (analýza podniku, analýza obecného a oborového prostředí, SWOT analýza) a nakonec finanční analýza včetně jejího zhodnocení. Část čtvrtá bude obsahovat vlastní stanovení hodnoty podniku.

Data použitá pro stanovení hodnoty společnosti AGRO družstvo vlastníků Puklice budou čerpána z výročních zpráv obsahujících rozvahy a výkazy zisku a ztráty v jednotlivých letech, interních materiálů poskytnutých vedením podniku a v neposlední řadě budou použita data získaná při osobních konzultacích s vedením družstva.

1 CÍLE PRÁCE, METODY A POSTUPY ZPRACOVÁNÍ

Hlavním cílem diplomové práce bude stanovení hodnoty společnosti AGRO družstvo vlastníků Puklice k datu 1. ledna 2016. Hodnota bude stanovena pro interní potřeby managementu družstva.

Před splněním hlavního cíle bude nutné splnit tyto dílčí cíle:

- zpracování teoretických poznatků týkajících se zejména oceňování podniku a metod použitých k oceňování,
- provedení strategické analýzy, do které řadíme následující analýzy:
 - analýzu podniku,
 - analýzu obecného prostředí (v ní bude využita PESTLE analýza),
 - analýzu oborového prostředí (v ní bude využit Porterův model pěti sil),
 - SWOT analýzu,
- zpracování finanční analýzy, kam bude patřit:
 - analýza absolutních ukazatelů (horizontální a vertikální analýza rozvahy a výkazu zisku a ztráty),
 - analýza rozdílových ukazatelů,
 - analýza poměrových ukazatelů (ukazatele rentability, aktivity, zadluženosti a likvidity),
 - analýza soustav ukazatelů,
 - hodnocení finanční analýzy,
- výběr vhodné metody ocenění a provedení samotného ocenění.

Vzhledem k tomu, že data za rok 2016 podléhají auditu a v době zpracování této diplomové práce ještě nebyla k dispozici, jsou ve finanční analýze analyzovány roky 2011 až 2015. Stejně tak je z tohoto důvodu družstvo oceňováno k datu 1. ledna 2016.

2 TEORETICKÁ VÝCHODISKA PRÁCE

V teoretické části diplomové práce bude nejprve definován pojem podnik, bude vysvětlen účel oceňování podniku, definována hodnota podniku a následně bude uveden postup oceňování podniku. Následovat budou kapitoly věnující se strategické analýze, finanční analýze a poté budou popsány základní metody oceňování podniku.

2.1 Definice podniku

Existuje více definic pojmu **podnik**. Někteří autoři ho definují jako „*jedinečné, méně likvidní aktivum, pro které existují velmi málo účinné trhy*“. Do 31. prosince 2013 byla platná definice podle obchodního zákoníku, který definoval podnik jako „*soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem k své povaze mají tomuto účelu sloužit*.“ Z hlediska ocenění je nutné brát v potaz i rozsah závazků všeho druhu a zároveň na podnik nahlížet jako na funkční celek. Podnik je podnikem pouze v takovém případě, když plní svůj základní účel – dosahování zisku.¹

Refait podnik definuje jako „*právní subjekt, který sdružuje ty, kteří přinášejí myšlenky a kapitál, aby z něho v současné i budoucí době získávali zisk, zvýšení hodnoty, prostředky na platy věhlas či alespoň známost firmy, a to díky předmětu i činnosti určeným ve stanovách*“.²

Nový občanský zákoník nepoužívá pojem podnik, ale přichází s pojmem **obchodní závod**. Je definován v § 502 jako „*organizovaný soubor jmění, který podnikatel vytvořil a který z jeho vůle slouží k provozování jeho činnosti. Má se za to, že závod tvoří vše, co zpravidla slouží k jeho provozu*.“³

¹ MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*, s. 15-16.

² REFAIT, M. *Oceňování podniků*, s. 10.

³ Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník, § 502.

2.2 Hodnota podniku

Hodnota v ekonomickém smyslu je chápána jako vztah mezi určitým subjektem a objektem za předpokladu racionálního chování. Vychází se ze dvou základních předpokladů hospodářského života:⁴

- obecně se dá říct, že lidské potřeby nemají hranice,
- zdroje k uspokojení lidských potřeb jsou omezeny.

Z ekonomického hlediska se dá na hodnotu pohlížet ze dvou úhlů pohledu:⁵

- **užitná hodnota** – podnik se dá chápat jako funkční celek schopný přinášet určitý užitek v budoucnosti (je zde předpoklad užitečnosti), přičemž užitná hodnota je subjektivní, individuální pro konkrétního vlastníka podniku,
- **směnná hodnota** – je výsledkem střetu nabídek kupujících a prodávajících (u podniku však tato podmínka není většinou splněna, proto jsou využívány různé modely, které poskytují kupujícímu a prodávajícímu určitý základ a východisko pro cenové jednání, jež je odvozováno od současných a budoucích výsledků podnikatelského úsilí podniku).

Hodnota podniku je dána očekávanými budoucími příjmy (na úrovni vlastníků nebo na úrovni všech investorů do podniku – vlastníků a věřitelů) převedenými na jejich současnou hodnotu.⁶ Hodnota podniku však není stejná jako cena (jako je obvyklé u jiného zboží). Hodnota a cena se tedy rovnají výjimečně. Vzhledem k tomu, že je objektivní hodnota podniku relativní pojem, ve své podstatě neexistuje.⁷

Výsledná hodnota podniku je ovlivněna řadou faktorů, jako je například rozsah a kvalita údajů, časový horizont a použitá metoda. Pokud nerespektujeme podmínky a předpoklady jednotlivých postupů ocenění, může dojít k nesprávné interpretaci výsledných hodnot. Výsledkem ocenění zpravidla není jediná hodnota, ale interval hodnot.⁸

⁴ MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*, s. 20.

⁵ KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*, s. 6-7.

⁶ MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*, s. 20.

⁷ KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*, s. 7.

⁸ DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku*, s. 146-147.

Mařík uvádí následující závěry týkající se hodnoty podniku:⁹

- hodnota podniku není zcela objektivní vlastností celku zvaného podnik, protože se jedná o odhad, který je názorem autora ocenění na budoucí vývoj,
- protože hodnota není objektivní vlastnost, nelze sestavit jednoznačný algoritmus umožňující hledanou hodnotu určit,
- hodnota je závislá na účelu ocenění a také na subjektu, z jehož hlediska je určována.

2.2.1 Hladiny hodnoty podniku

Existují dvě hladiny, na kterých je možno oceňovat podnik:¹⁰

- **hodnota brutto** – jde o hodnotu podniku jako celku, je sem zahrnována hodnota pro vlastníky i pro věřitele,
- **hodnota netto** – podnik je oceněn na úrovni vlastníků podniku, oceňujeme tedy vlastní kapitál, jehož pojetí však nemusí souhlasit s jeho účetním pojetím.

2.2.2 Kategorie hodnoty podniku

Rozlišujeme čtyři základní kategorie hodnoty podniku, a to tržní, subjektivní (investiční), objektivizovanou hodnotu a tzv. Kolínskou školu.

2.2.2.1 Tržní hodnota

Tržní hodnota odpovídá na otázku, kolik je ochoten zaplatit běžný (tj. průměrný) zájemce na trhu. Předpokládá se, že na trhu existuje více kupujících a více prodávajících a jsou zde vhodné podmínky pro vznik tržní ceny. Tržní hodnota je definována jako *„odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně*

⁹ MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*, s. 20-21.

¹⁰ SABOLOVIČ, Mojmir. *Stanovení hodnoty podniku*, s. 13.

a bez nátlaku.“ Za tržní hodnotu tedy považujeme cenu aktiva a nezahrnujeme do ní náklady prodeje nebo koupě či související daně.¹¹

2.2.2.2 Subjektivní (investiční) hodnota

Subjektivní hodnota udává, jakou má podnik hodnotu z hlediska konkrétního kupujícího. Je tedy dána subjektivními názory a představami subjektu, z jehož pohledu je sestavena. Mezi základní charakteristiky subjektivní hodnoty řadíme:¹²

- budoucí peněžní toky jsou odhadovány pouze na základě představ manažerů oceňovaného podniku (zpravidla bývají upraveny oproti těmto představám mírně směrem dolů),
- diskontní míra je určena podle alternativních investičních možností, jež má subjekt, z jehož hlediska se ocenění provádí.

2.2.2.3 Objektivizovaná hodnota

Objektivizovaná hodnota odpovídá na otázku, jakou hodnotu lze považovat za obecně přijatelnou. Vzhledem k tomu, že zcela objektivní hodnota podniku neexistuje, byl definován pojem objektivizovaná hodnota, který má za cíl se skutečně objektivní hodnotě alespoň přiblížit.¹³

Tato hodnota by měla být co nejvíce postavena na všeobecně uznávaných datech a měla by splňovat tyto zásady a požadavky:¹⁴

- hodnota budoucích výnosů z hlediska vlastníka se vypočte při nezměněném podnikovém konceptu a zohlednění všech realistických budoucích očekávání v rámci tržních šancí a rizik, přičemž se zohlední finanční možnosti podniku,
- je třeba zdůraznit nezávislost budoucích finančních přebytků na subjektivních charakteristikách a možnostech konkrétního vlastníka

¹¹ MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*, s. 22.

¹² tamtéž, s. 26-27.

¹³ tamtéž, s. 27.

¹⁴ tamtéž, s. 28.

- základem střednědobého podnikového plánování by měl být podnikový koncept, jehož růstová očekávání by měla být v souladu s prognózami odvoditelnými z tržních dat a informací v rámci branže,
- je nutné účelově typizovat daňové zatížení v závislosti na konkrétním důvodu zpracování ocenění,
- velký význam má ohraničení disponibilního nebo realizovatelného potenciálu tak, aby byla výnosová síla podniku platná k rozhodnému dni,
- do výnosové síly zahrnujeme pouze takové výnosové šance a opatření, které byly k rozhodnému dni již zavedeny nebo alespoň dokumentovány v podnikovém konceptu.

2.2.2.4 Kolínská škola

V Evropě je obtížné definovat tržní hodnotu, neboť trh s podniky má mnoho omezení. Rozsah transakcí s podobnými podniky je malý, na trhu chybí transparentnost a není úplně zřejmé, zda byla cena zaplacená za pokračující podnik nebo zda obsahuje nějaké synergie. Za jediný reálný trh se z tohoto úhlu pohledu dá považovat pouze kapitálový trh, kde se dá hovořit o tržní hodnotě akciových společností. U ostatních podniků převažuje subjektivní ocenění. Kolínská škola zastává názor, že postrádá smysl modifikovat v závislosti na jednotlivých podnětech, ale na obecných funkcích. Jsou rozlišovány následující funkce:¹⁵

- **poradenská** – poskytuje informace o hraniční hodnotě transakce z pohledu kupujícího a prodávajícího,
- **rozhodčí** – nezávislý oceňovatel se snaží odhadnout hraniční hodnoty účastníků transakce a nalézt spravedlivou hodnotu v rámci uvedeného rozpětí,
- **argumentační** – oceňovatel hledá argumenty, jež mají zlepšit pozici dané strany a jež jsou využity jako podklad pro jednání,
- **komunikační** – jde o poskytnutí podkladu pro komunikaci s veřejností, zejména s investory a bankami,
- **daňová** – hlavním cílem je poskytnutí podkladů pro daňové účely.

¹⁵ MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*, s. 30-31.

2.2.3 Účel oceňování podniku

Hlavním účelem oceňování podniku je stanovení jeho hodnoty. Pro tyto účely je podnik považován za zboží, jež je určeno ke směně. Podnik podle Kislingerové nemá žádnou objektivní, věcně zdůvodnitelnou, zdokumentovanou a na okolnostech a podmínkách nezávislou hodnotu. Dá se tak konstatovat, že neexistuje jediné, obecně platné univerzální ocenění. Vždy záleží na mnoha faktorech, jako je například účel ocenění, zkušenosti odhadce, množství a kvalita dostupných informací apod.¹⁶

Důvody pro ocenění podniku mohou být různé. Ocenit podnik je nutné při koupi a prodeji podniku, při fúzích a přeměnách podniků či při vstupu nových společníků. Rozlišujeme:¹⁷

- ocenění související s vlastnickými změnami:
 - koupě a prodej podniku na základě smlouvy o prodeji podniku,
 - nepeněžitý vklad do obchodní společnosti,
 - ocenění v souvislosti s veřejným návrhem na koupi nebo směnu účastnických cenných papírů,
 - ocenění v souvislosti s právem výkupu účastnických cenných papírů (squeeze-out),
 - ocenění v souvislosti s povinnou nabídkou na převzetí při ovládnutí cílové společnosti,
 - ocenění v souvislosti s fúzí či rozdělením společnosti,
- ocenění, kdy nedochází k majetkovým změnám:
 - změna právní formy společnosti,
 - zastavení obchodního podílu,
 - ocenění v souvislosti s poskytnutím úvěru,
 - ocenění v souvislosti se sanací podniku.

¹⁶ KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*, s. 3.

¹⁷ MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*, s. 35-36.

Základním pravidlem je, že musí být u každého ocenění jasně řečeno, z jakého podnětu vzešlo, do jaké kategorie hodnoty patří, jaká úroveň hodnoty má být určena a datum, ke kterému hodnota platí.¹⁸

2.2.4 Postup oceňování podniku

Před začátkem prací na ocenění podniku je nutné vyjasnit si, proč je ocenění prováděno a která hodnota by měla být výsledkem procesu ocenění. Nejdůležitější je začít zpracováním strategické a finanční analýzy podniku a na základě této analýzy vybíráme vhodnou metodu ocenění.¹⁹ Kislingerová uvádí následující doporučený postup pro ocenění podniku:²⁰

1. **vymezení zadání práce** – v této fázi se specifikuje cíl ocenění a definuje se zadání,
2. **vytvoření pracovního týmu** – ten je složen z vedoucího týmu, zástupců poradenské firmy a zástupců podniku,
3. **plán práce** – jsou stanoveny závazné termíny prací ve vazbě na cíl a termín řešení,
4. **sběr vnějších a vnitřních informací** – jsou sesbírány informace o okolí podniku (makroprostředí a mikroprostředí) a informace o minulosti, současnosti a budoucnosti podniku,
5. **analýza dat** – sem řadíme finanční a strategickou analýzu,
6. **výběr metod ve vazbě na cíl práce** – klademe důraz na metodologickou oprávněnost, syntézu proměnných a výběr modelů,
7. **analýza ocenění** – aplikujeme zvolený metodický aparát ve vazbě na účel ocenění,
8. **syntéza výsledků** – provedeme analýzu a syntézu výsledků a připravíme závěrečný výrok,
9. **závěr** – konečný výrok o tržní hodnotě podniku k datu ocenění.

¹⁸ MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*, s. 36.

¹⁹ tamtéž, s. 36.

²⁰ KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*, s. 16.

2.3 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná

Pro účely oceňování podniku by měla platit zásada, že pokud je to možné, měla by se aktiva oceňovaného podniku rozdělit na provozně nutná a nepotřebná. V souvislosti s tím by měly být z výnosů a nákladů vyřazeny položky související s těmito provozně nepotřebnými aktivy. Důvody pro toto členění jsou následující:²¹

- Určitá část majetku nemusí být využívána a plynou z něj velice malé nebo žádné příjmy (například nevyužité pozemky), což může vést k podcenění majetku, nebo tento majetek nebude oceněn vůbec, i když svoji hodnotu má.
- Je nutné vyčlenit aktiva nesouvisející s provozem i za předpokladu, kdy nějaké příjmy přinášejí, protože rizika spojená s těmito příjmy se mohou lišit od rizik hlavního provozu podniku.
- Může být nutné přistupovat k ocenění obou skupin aktiv odlišnými způsoby a využívat jiné metody.

Mezi **nejčastější provozně nepotřebná aktiva** řadíme:²²

Krátkodobý finanční majetek

- peníze (účty 211 a 213),
- bankovní účty (účet 221),
- krátkodobé cenné papíry a podíly (účty 251 a 253),
- vlastní dluhopisy (účet 255),
- dluhové cenné papíry se splatností do 1 roku držené do splatnosti (účet 256).

Dlouhodobý finanční majetek

- podíly v ovládaných a řízených osobách (účet 061),
- podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem (účet 062),
- ostatní cenné papíry a podíly (účet 063),
- dluhové cenné papíry držené do splatnosti (účet 065),
- půjčky a úvěry – ovládající a řídící osoba, podstatný vliv (účet 066),

²¹ MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*, s. 118-119.

²² tamtéž, s. 120-122.

- ostatní dlouhodobé půjčky a úvěry (účet 067),
- ostatní dlouhodobý finanční majetek (účet 069).

Ostatní provozně nepotřebná aktiva

- nemovitosti, které neslouží základnímu účelu podniku,
- pohledávky nesouvisející s hlavní činností podniku,
- majetek provozně málo využitelný (nepotřebné zásoby, nedobytné dosud vykazované pohledávky, ostatní nepotřebný dlouhodobý a krátkodobý majetek),
- potřebný majetek, jímž podnik disponuje v nadbytečném množství.

2.4 Strategická analýza

Pro formulování strategie podniku je důležité nalezení souvislostí mezi podnikem a jeho okolím. Cílem strategické analýzy je identifikace, analýza a ohodnocení všech relevantních faktorů, o kterých můžeme předpokládat, že budou mít vliv na konečnou volbu cílů a strategie podniku.²³ Do strategické analýzy řadíme analýzu makroprostředí (SLEPT analýzu), analýzu mikroprostředí (např. Porterův model pěti sil) a SWOT analýzu.

2.4.1 Analýza makroprostředí

Makroprostředí obklopující podnik má velice podstatný vliv na jeho výkonnost. Pro posouzení výkonnosti podniku v minulosti a současnosti musíme zohlednit právě vliv makroprostředí. Stejně tak podle něj posuzujeme i reálnost cílů obsažených v podnikatelském záměru.²⁴

Do analýzy makroprostředí řadíme **PESTLE analýzu** (některými autory je nazývána jako SLEPTE či STEPLE), při níž analyzujeme následující faktory:²⁵

- Politické – existující a potenciální působení politických vlivů,
- Ekonomické – působení a vliv místní, národní a světové ekonomiky,

²³ SEDLÁČKOVÁ, H. *Strategická analýza*, s. 3.

²⁴ KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*, s. 19.

²⁵ GRASSEOVÁ, M., R. DUBEC a D. ŘEHÁK. *Analýza v rukou manažera: 33 nepoužívanějších metod strategického řízení*, s. 178-180.

- Sociální – působení sociálních a kulturních změn,
- Technologické – dopady nových a vyspělých technologií,
- Legislativní – vlivy národní, evropské a mezinárodní legislativy,
- Ekologické – místní, národní a světová ekologická problematika a otázky jejího řešení.

2.4.2 Analýza mikroprostředí

V rámci analýzy mikroprostředí nejprve identifikujeme charakteristické znaky odvětví, mezi které řadíme:²⁶

- citlivost na změny hospodářského cyklu,
- míru regulace ze strany státu (např. bariéry vstupu do odvětví),
- strukturu odvětví.

Poté provedeme prognózu vývoje odvětví. V té vycházíme zejména z minulého vývoje tržeb, zisků a cen akcií. Je nutné správně stanovit délku období, na které je možné prognózovat tržby a stanovit ziskovou volatilitu. Musí se sem promítnout i očekávání vývoje úrokových měr, devizových kurzů a očekávaných politických událostí (volby, vývoj deficitu státního rozpočtu apod.). Zpracováním odvětvových prognóz se zabývají profesionálové v makléřských a investičních společnostech, bankách apod. Výsledky těchto prognóz jsou publikovány v odborném tisku a jsou zveřejňovány na internetových stránkách. Odvětvové prognózy sestavuje také Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR.²⁷

2.4.2.1 Citlivost na změny hospodářského cyklu

Podle citlivosti na změny hospodářského cyklu rozlišujeme:²⁸

- **cyklická odvětví** – sem řadíme odvětví, která jsou závislá na hospodářském cyklu, zpravidla zboží dlouhodobé spotřeby, kde může zákazník spotřebu odložit až do období, kdy má lepší finanční pozici,

²⁶ KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*, s. 22.

²⁷ tamtéž, s. 27.

²⁸ tamtéž, s. 22-23.

- **odvětví neutrální** – tato odvětví nejsou zásadně ovlivňována hospodářskými cykly a řadíme sem zejména nezbytné statky jako potraviny, léky apod.,
- **odvětví anticyklická** – sem patří odvětví, která v období recese dosahují nejlepších výsledků (například provozování hracích automatů).

2.4.2.2 Způsob vládní regulace

Některé produkty či služby mohou mít ze strany státu regulovanou cenu (např. energie a nájemné), případně je vstup do odvětví regulován formou udělování licencí státem. Obecně se dá konstatovat, že regulace ze strany státu může mít různé formy a proto je nutné ji podrobit důkladnému prozkoumání.²⁹

2.4.2.3 Struktura odvětví

Na strukturu odvětví má vliv pět konkurenčních faktorů (**Porterův model pěti sil**), mezi které patří:^{30, 31}

- Hrozba vstupu nových konkurentů – závisí především na vstupních bariérách vstupu do odvětví a dále na úsporách z rozsahu, kapitálové náročnosti vstupu, přístupu k distribučním kanálům, očekávané reakci zavedených firem, legislativě a vládních zásazích a diferenciaci výrobků.
- Dohadovací schopnost dodavatelů – atraktivita odvětví klesá, pokud mohou dodavatelské firmy zvyšovat ceny a snižovat kvalitu a kvantitu dodávek.
- Dohadovací schopnost kupujících – trh není atraktivní, pokud mají zákazníci velkou moc při vyjednávání. Je tu velký tlak na nízké ceny, lepší kvalitu a více služeb.
- Hrozba nových substitutů – odvětví je neatraktivní za předpokladu, že existuje reálná nebo potenciální hrozba zastupitelnosti výrobků, přičemž substituty limitují potenciální ceny a zisk na trhu.
- Soupeření mezi existujícími konkurenty – pokud v odvětví působí velké množství silných konkurentů, přitažlivost odvětví klesá.

²⁹ KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*, s. 25.

³⁰ tamtéž, s. 25-26.

³¹ GRASSEOVÁ, M., R. DUBEC a D. ŘEHÁK. *Analýza v rukou manažera: 33 nejpoužívanějších metod strategického řízení*, s. 191-193.

2.4.3 SWOT analýza

Mezi nejčastěji využívané analytické metody strategické analýzy řadíme SWOT analýzu. Spojuje analýzu makro a mikroprostředí.³²

V rámci této analýzy zkoumáme silné (strengths) a slabé (weakness) stránky podniku a také příležitosti (opportunities) a hrozby (threats). V rámci každé ze čtyř komponent SWOT analýzy identifikujeme relevantní faktory a jednotlivým faktorům přiřadíme váhy podle důležitosti, případně faktory seřadíme hierarchicky.³³

Po analýze vnitřního a vnějšího prostředí můžeme zformulovat následující čtyři základní strategie:³⁴

- Strategie SO – využívá silných stránek podniku ke zhodnocení příležitostí objevujících se ve vnějším prostředí.
- Strategie WO – je zaměřena na odstranění slabých stránek využitím příležitostí, jež by mohl podnik využít.
- Strategie ST – tuto strategii podnik využije v případě, kdy je dost silný na přímou konfrontaci s ohrožením.
- Strategie WT – řadí se mezi obranné strategie zaměřené na odstranění slabých stránek a vyhnutí se nebezpečí z vnějšího okolí.

2.5 Finanční analýza

Finanční analýza je velmi důležitou částí finančního řízení podniku. Pro hodnocení finanční situace a výkonnosti podniku se využívá celá řada ukazatelů. Smyslem finanční analýzy je posouzení a zhodnocení finanční situace daného podniku a formulování doporučení pro jeho další vývoj.³⁵

³² GRASSEOVÁ, M., R. DUBEC a D. ŘEHÁK. *Analýza v rukou manažera: 33 nejpoužívanějších metod strategického řízení*, s. 295-296.

³³ LHOTSKÝ, J. *Strategický management: jak zajistit budoucí úspěch podniku*, s. 57-58.

³⁴ ŽÁČEK, V. *Management podniku*, s. 188-189.

³⁵ DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku*, s. 68-69.

Mezi zdroje informací pro finanční analýzu řadíme:³⁶

- **výkazy finančního účetnictví** – patří sem rozvaha, výkaz zisku a ztráty a také výkaz cash flow,
- **výkazy vnitropodnikového účetnictví** – nemají stanovenou žádnou jednotnou úpravu a podnik si je vytváří podle svých potřeb (členění nákladů na druhové a kalkulační, výkazy o spotřebě nákladů na jednotlivé výkony apod.).

2.5.1 Absolutní ukazatele

Absolutní ukazatele se analyzují pomocí horizontální a vertikální analýzy.³⁷

V rámci **horizontální analýzy** absolutních ukazatelů vypočítáme absolutní a relativní změnu položek účetních výkazů podle následujících vzorců:³⁸

$$\text{absolutní změna} = U_t - U_{t-1},$$

$$\text{relativní změna} = \frac{U_t - U_{t-1}}{U_{t-1}},$$

kde U je hodnota daného ukazatele a t je běžný rok.

Při **vertikální analýze** (tj. procentním rozboru komponent) zkoumáme význam dílčích složek daného celku. Nejčastěji se využívá při analýze aktiv a pasiv podniku, případně výkazu zisku a ztráty. Obecný vzorec vypadá následovně:³⁹

$$\text{podíl na celku} = \frac{U_i}{\Sigma U_i},$$

kde U_i je hodnota dílčího ukazatele a ΣU_i je velikost absolutního ukazatele.

³⁶ DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku*, s. 69.

³⁷ tamtéž, s. 70.

³⁸ RŮČKOVÁ, P. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*, s. 108-109.

³⁹ DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku*, s. 71.

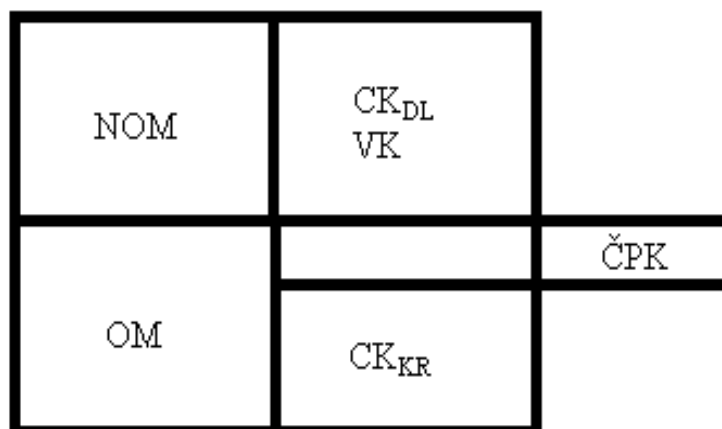
2.5.2 Rozdílové ukazatele

Mezi klíčové rozdílové ukazatele řadíme čistý pracovní kapitál (ČPK). Je možné ho vypočítat dvěma způsoby podle následujících vzorců:⁴⁰

$$\text{Čistý pracovní kapitál} = \text{oběžná aktiva} - \text{krátkodobé závazky}$$

$$\text{Čistý pracovní kapitál} = (\text{vlastní kapitál} + \text{dlouhodobé závazky}) - \text{stálá aktiva}$$

Čistý pracovní kapitál má pro podnik velký význam, neboť reprezentuje část oběžného majetku financovaného z dlouhodobého kapitálu. To znamená, že měří velikost relativně volné částky kapitálu, která není vázána na krátkodobé závazky. Je nutný k zajištění potřebné míry likvidity.⁴¹



Obrázek 1: Grafické znázornění čistého pracovního kapitálu⁴²

Poznámka:

NOM = neoběžný majetek,

OM = oběžný majetek,

CK_{DL} = cizí kapitál dlouhodobý,

VK = vlastní kapitál,

ČPK = čistý pracovní kapitál,

CK_{KR} = cizí kapitál krátkodobý.

⁴⁰ KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*, s. 50.

⁴¹ tamtéž, s. 51.

⁴² tamtéž, s. 51.

2.5.3 Poměrové ukazatele

Mezi poměrové ukazatele řadíme ukazatele výnosnosti, aktivity, zadluženosti a likvidity. Jednotlivými skupinami ukazatelů se budu zabývat v následujících kapitolách.⁴³

2.5.3.1 Ukazatele rentability (výnosnosti)

Rentabilitu (tj. výnosnost a míru zisku) hodnotíme pomocí ukazatelů rentability aktiv (ROA), rentability vlastního kapitálu (ROE), rentability tržeb (ROS) a rentability dlouhodobě investovaného kapitálu (ROCE). Všechny tyto ukazatele by měly mít v čase rostoucí tendenci.⁴⁴

Rentabilita aktiv (ROA)

Ukazatel ROA (Return on Assets) je klíčovým měřítkem rentability, a to z toho důvodu, že poměří zisk a celková aktiva investovaná do podnikání bez ohledu na jejich původ (z jakých zdrojů jsou financovány). Vypočítá se podle následujícího vzorce:⁴⁵

$$\text{Rentabilita aktiv (ROA)} = \frac{EBIT}{\text{Aktiva}},$$

kde EBIT = zisk před zdaněním a nákladovými úroky.

Rentabilita vlastního kapitálu (ROE)

Ukazatel ROE (Return on Equity) udává, jaká je celková výnosnost vlastních zdrojů a zároveň jak se tyto zdroje zhodnocují v zisku. Vypočítá se následovně:⁴⁶

$$\text{Rentabilita vlastního kapitálu (ROE)} = \frac{EAT}{\text{Vlastní kapitál}},$$

kde EAT = zisk po zdanění.

⁴³ NEUMAIEROVÁ, I. a I. NEUMAIER. *Výkonnost a tržní hodnota firmy*, s. 87.

⁴⁴ DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku*, s. 76-79.

⁴⁵ tamtéž, s. 77.

⁴⁶ PEŠKOVÁ, R. a I. JINDŘICHOVSKÁ. *Finanční analýza*, s. 68-69.

Rentabilita tržeb (ROS)

Ukazatel ROS (Return on Sales) ukazuje stupeň ziskovosti (množství zisku v Kč na 1 Kč tržeb). Jeho nízká úroveň znamená, že je firma chybně řízena. Střední úroveň dokumentuje dobrou práci managementu firmy, zatímco vysoká úroveň je znakem nadprůměrné úrovně firmy. Vypočítá se podle následujícího vzorce:⁴⁷

$$\text{Rentabilita tržeb (ROS)} = \frac{EAT}{Tržby}$$

Rentabilita dlouhodobě investovaného kapitálu (ROCE)

Ukazatel ROCE (Return on Capital Employed) vyjadřuje, jaký je efekt z dlouhodobých investic. Efektivnost vloženého kapitálu je měřena bez ohledu na to, odkud kapitál pochází. Lze ho vyjádřit podle následujícího vztahu:⁴⁸

$$\text{Rentabilita dlouhodobých zdrojů (ROCE)} = \frac{EBIT}{\text{vlastní kapitál} + \text{dlouhodobé dluhy}}$$

2.5.3.2 Ukazatele aktivity

Rozbor ukazatelů aktivity nám pomáhá odpovědět na otázku, jak hospodaříme s aktivy, jednotlivými složkami aktiv a jak se toto hospodaření projevuje na výnosnosti a likviditě. Řadíme sem obrat celkových aktiv, dobu obratu aktiv, dobu obratu zásob, dobu obratu závazků a pohledávek.^{49, 50}

Obrat celkových aktiv

Obrat celkových aktiv je klíčovým ukazatelem efektivnosti. Udává měřítko celkového využití majetku. Hodnota ukazatele by měla být co nejvyšší, minimálně rovna jedné.⁵¹

$$\text{Obrat celkových aktiv} = \frac{Tržby}{\text{Celková aktiva}}$$

⁴⁷ DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku*, s. 78.

⁴⁸ tamtéž, s. 77.

⁴⁹ MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*, s. 106-107.

⁵⁰ DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku*, s. 83-84.

⁵¹ KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*, s. 59.

Doba obratu aktiv

Tento ukazatel vyjadřuje, za jakou dobu dojde k obratu celkových aktiv ve vztahu k tržbám. Čím nižší je hodnota ukazatele, tím lépe.⁵²

$$Doba\ obratu\ aktiv\ (dny) = \frac{Celková\ aktiva * 360}{Tržby}$$

Doba obratu zásob

Ukazatel doby obratu zásob nám napovídá, jaká je úroveň běžného provozního řízení podniku. Je doporučeno udržovat jeho hodnotu na technicky a ekonomicky zdůvodněné výši.⁵³

$$Doba\ obratu\ zásob\ (dny) = \frac{Zásoby * 360}{Tržby}$$

Doba obratu závazků

Doba obratu závazků udává průměrný počet dní, na který dodavatelé poskytují obchodní úvěr. Lze z něj odvodit, jaká je platební disciplína podniku vůči dodavatelům. Optimální je, pokud tento ukazatel dosahuje podobných hodnot jako doba obratu pohledávek.^{54, 55}

$$Doba\ obratu\ závazků\ (dny) = \frac{Závazky * 360}{Tržby}$$

Doba obratu pohledávek

Ukazatel doby obratu pohledávek vyjadřuje, kolikrát za rok se pohledávky promění v pohotové peněžní prostředky. Pokud ukazatel neustále překračuje doby splatnosti pohledávek, musíme přezkoumat platební morálku odběratelů.^{56, 57}

$$Doba\ obratu\ pohledávek\ (dny) = \frac{Pohledávky * 360}{Tržby}$$

⁵² DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku*, s. 83.

⁵³ tamtéž, s. 83.

⁵⁴ tamtéž, s. 84.

⁵⁵ KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*, s. 60.

⁵⁶ DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku*, s. 84.

⁵⁷ KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*, s. 60.

2.5.3.3 Ukazatele zadluženosti

Mezi základní ukazatele zadluženosti řadíme celkovou zadluženost a úrokové krytí. Při posuzování míry zadlužení musíme zohlednit strukturu aktiv, neboť podíl dlouhodobého majetku má vliv na potřebný dlouhodobý kapitál. Vhodnou úroveň vlastního kapitálu však nemůžeme stanovit bez analýzy peněžních toků. Podniky, které mají stabilní peněžní tok, si mohou dovolit i větší zadluženost.⁵⁸

Celková zadluženost

Ukazatel celkové zadluženosti vyjadřuje podíl celkových závazků k celkovým aktivům. Čím vyšší je hodnota tohoto ukazatele, tím vyšší je riziko věřitelů. Je nutno mít na paměti, že zadluženost není sama o sobě negativním jevem, neboť není nezbytné, aby podnik využíval k financování pouze vlastní kapitál.⁵⁹

$$\text{Celková zadluženost} = \frac{\text{Cizí kapitál}}{\text{Celková aktiva}}$$

Úrokové krytí

Úrokové krytí ukazuje úroveň zadluženosti na základě schopnosti firmy hradit náklady na cizí kapitál. Zkoumá se zde, kolikrát převyšuje to, co je podnik schopen vyprodukovat, výši toho, co bude muset zaplatit věřitelům.⁶⁰

$$\text{Úrokové krytí} = \frac{\text{Zisk před úroky a zdaněním}}{\text{Nákladové úroky}}$$

2.5.3.4 Ukazatele likvidity

Mezi ukazatele likvidity řadíme běžnou (likvidita 3. stupně), pohotovou (likvidita 2. stupně) a okamžitou (likvidita 1. stupně) likviditu. Výhodou těchto ukazatelů je jejich jednoduchost, srozumitelnost a rozšířenost v praxi. Mezi nevýhody řadíme skutečnost, že platí pouze v okamžiku propočtu (jsou statické), není u nich brána přímo obrátka

⁵⁸ MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*, s. 104-105.

⁵⁹ DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku*, s. 75.

⁶⁰ NEUMAIEROVÁ, I. a I. NEUMAIER. *Výkonnost a tržní hodnota firmy*, s. 89.

aktiv, lze těžko teoreticky zdůvodnit jejich vypočtenou výši, závisí na způsobu ocenění aktiv a pasiv. Likvidita je zcela zásadní pro platební schopnost podniku.^{61, 62}

Běžná likvidita

Ukazatel běžné likvidity porovnává objem oběžných aktiv jako potenciální objem peněžních prostředků s objemem závazků splatných v blízké budoucnosti. Doporučené hodnoty ukazatele jsou mezi 1,5 a 2,5.⁶³

$$\text{Běžná likvidita} = \frac{\text{Oběžná aktiva}}{\text{Krátkodobé závazky}}$$

Pohotová likvidita

Pohotová likvidita vyjadřuje schopnost dostat svým krátkodobým závazkům přesněji než ukazatel běžné likvidity, a to proto, že v čitateli odečítá položku zásob.⁶⁴ Doporučené hodnoty se pohybují v rozmezí 1,0 a 1,5.⁶⁵

$$\text{Pohotová likvidita} = \frac{\text{Oběžná aktiva} - \text{Zásoby}}{\text{Krátkodobé závazky}}$$

Okamžitá likvidita

Ukazatel okamžité likvidity je ze všech ukazatelů likvidity nejprísnejší. Udává, jaká je schopnost podniku uhradit krátkodobé závazky v právě tento okamžik. Do výpočtu vstupují pohotové platební prostředky, mezi které řadíme peníze na účtech, peníze v hotovosti a šeky. Ukazatel by měl dosahovat hodnoty minimálně 0,2.^{66, 67}

$$\text{Okamžitá likvidita} = \frac{\text{Pohotové platební prostředky}}{\text{Krátkodobé závazky}}$$

⁶¹ MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*, s. 103-104.

⁶² GRÜNWALD, R. *Finanční analýza pro oceňování podniku*, s. 16-17.

⁶³ DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku*, s. 79.

⁶⁴ KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*, s. 63.

⁶⁵ DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku*, s. 80.

⁶⁶ KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*, s. 63.

⁶⁷ DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku*, s. 80.

2.5.4 Soustavy ukazatelů

Existuje celá řada soustav ukazatelů, jejichž účelem je umožnění rychlé orientace investorů a věřitelů a zároveň je možné rozřadit firmy podle jejich výkonnosti a důvěryhodnosti. Tyto soustavy ukazatelů dělíme na následující dva druhy:⁶⁸

- **bonitní indikátory** – odrážejí míru kvality firmy podle její výkonnosti a orientují se na investory a vlastníky,
- **bankrotní indikátory** – jsou určeny především věřitelům a je zde kladen důraz na zhodnocení schopnosti podniku dostát svým závazkům.

Altmanův index důvěryhodnosti (Z-skóre)

Nejznámější verze bankrotního indikátoru Altmanova indexu důvěryhodnosti vznikla v roce 1968. Je vypočítáno Z-skóre, které představuje agregovanou hodnotu bonity firmy. Verze pro podniky, jejichž akcie jsou obchodované na kapitálovém trhu, vypadá následovně:⁶⁹

$$Z = 3,3 * \frac{EBIT}{A} + 1,0 * \frac{TR}{A} + 0,6 * \frac{TVK}{CZ} + 1,4 * \frac{ZZ}{A} + 1,2 * \frac{\check{C}PK}{A},$$

kde:

- EBIT = zisk před úroky a zdaněním,
- A = aktiva celkem,
- TR = tržby,
- TVK = tržní hodnota vlastního kapitálu,
- CZ = cizí zdroje,
- ZZ = zadržený zisk,
- ČPK = čistý pracovní kapitál.

⁶⁸ NEUMAIEROVÁ, I. a I. NEUMAIER. *Výkonnost a tržní hodnota firmy*, s. 93.

⁶⁹ tamtéž, s. 93.

Interpretace výsledků je následující:

- $Z > 2,99$: minimální pravděpodobnost bankrotu,
- $1,81 < Z < 2,99$: tzv. šedá zóna,
- $Z < 1,81$: vysoká pravděpodobnost bankrotu.

Pro podniky, jejichž akcie nejsou obchodované na kapitálovém trhu, platí následující modifikace modelu:⁷⁰

$$Z = 0,72 * \frac{\check{CPK}}{A} + 0,85 * \frac{ZZ}{A} + 3,11 * \frac{EBIT}{A} + 0,42 * \frac{TVK}{CZ} + 1,00 * \frac{TR}{A},$$

přičemž význam jednotlivých zkratk je stejný jako v předchozím případě. Interpretace výsledků při této modifikaci je následující:

- $Z > 2,9$: minimální pravděpodobnost bankrotu,
- $1,2 < Z < 2,9$: tzv. šedá zóna,
- $Z < 1,2$: vysoká pravděpodobnost bankrotu.

Index finanční důvěryhodnosti IN

Aby byla zohledněna specifika českých účetních výkazů a ekonomická situace v České republice, byl sestaven index důvěryhodnosti IN. Tento index je svými autory neustále vyvíjen a existuje ve více verzích.^{71, 72}

$$IN05 = 0,13 * \frac{A}{CZ} + 0,04 * \frac{EBIT}{\check{U}} + 3,97 * \frac{EBIT}{A} + 0,21 * \frac{V\check{Y}N}{A} + 0,09 * \frac{OA}{KZ+KB\check{U}},$$

⁷⁰ DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku*, s. 91-92.

⁷¹ tamtéž, s. 94-95.

⁷² NEUMAIEROVÁ, I., NEUMAIER, I. *Index IN05 : Index IN05*, s. 145-147.

kde:

- A = aktiva celkem,
- CZ = cizí zdroje,
- EBIT = zisk před úroky a zdaněním,
- Ú = nákladové úroky,
- VÝN = celkové výnosy,
- OA = oběžná aktiva,
- KZ = krátkodobé závazky,
- KBÚ = krátkodobé bankovní úvěry a výpomoci.

Pokud se úroky blíží nule, doporučuje se ukazatel EBIT/U omezit hodnotou 9. Interpretace výsledků indexu IN05 je následující:

- $IN > 1,6$: finanční situace podniku je uspokojivá,
- $0,9 < IN < 1,6$: podnik je v tzv. šedé zóně,
- $IN < 0,9$: podnik má velké finanční problémy.

2.5.5 Průměrné vážené náklady kapitálu (WACC)

Do výpočtu některých metod ocenění podniku vstupují průměrné vážené náklady kapitálu. Vypočítáme je podle následujícího vzorce:⁷³

$$WACC = r_d * (1 - d) * \frac{D}{C} + r_e * \frac{E}{C}$$

kde:

- r_d = alternativní náklad na úplatný cizí kapitál,
- r_e = alternativní náklad na vlastní kapitál,
- C = hodnota úplatného kapitálu firmy,
- D = hodnota úplatného cizího kapitálu,
- E = hodnota vlastního kapitálu,
- d = sazba daně z příjmů.

⁷³ RŮČKOVÁ, P. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*, s. 50.

Alternativní **náklad na úplatný cizí kapitál** lze vypočítat podle následujícího vztahu:⁷⁴

$$r_d = \frac{\text{nákladové úroky}}{\text{průměrný stav bankovních úvěrů}}$$

Alternativní **náklad na vlastní kapitál** lze vypočítat modelem CAPM nebo stavebnicovým modelem.

Model CAPM

Jde o fundamentální model stanovení nákladů vlastního kapitálu. Vypočítá se podle následujícího vzorce:⁷⁵

$$r_e = r_f + \beta_A [E(R_M) - r_f]$$

kde:

- r_f = bezriziková výnosnost,
- β_A = systematické riziko cenného papíru,
- $E(R_M)$ = očekávaná výnosnost portfolia.

Stavebnicový model

Stavebnicový model neodvozuje rizikovou přírážku z kapitálového trhu, ale je zjišťována jako součet několika dílčích rizikových přírážek. Počítá se následujícím způsobem:⁷⁶

$$r_e = r_f + RP$$

kde:

- r_f = bezriziková úroková míra,
- RP = suma partikulárních rizikových přírážek.

⁷⁴ DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku*, s. 110.

⁷⁵ SABOLOVIČ, M. *Oceňování podniku*, s. 36-37.

⁷⁶ tamtéž, s. 38-39.

2.6 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

Generátory hodnoty rozumíme soubor několika základních podnikohospodářských veličin, které ve svém souhrnu určují hodnotu podniku. Lze je využít k prvnímu odhadu hodnoty podniku (pokud jsou zdůvodněny finanční analýzou). Jde o následujících sedm veličin:⁷⁷

- tržby (obrat) a jejich růst,
- marže provozního zisku (resp. korigovaného provozního zisku),
- investice do pracovního kapitálu,
- investice do dlouhodobého provozně nutného majetku,
- diskontní míra,
- způsob financování (především velikost cizího kapitálu),
- doba, po kterou předpokládáme generování pozitivního peněžního toku (předpokládaná doba existence podniku).

Volné peněžní toky (FCF) pro jednotlivé roky můžeme vyjádřit následujícím vztahem:⁷⁸

$$FCF_t = X_{t-1} * (1 + g) * r_{ZPx} * (1 - d) - X_{t-1} * g * (k_{WC} + k_{DMn})$$

kde:

- X = velikost tržeb za zboží a vlastní výrobky,
- g = tempo růstu tržeb,
- r_{ZPx} = provozní zisková marže propočtená z korigovaného výsledku hospodaření,
- d = sazba daně z korigovaného výsledku hospodaření,
- k_{WC} = koeficient náročnosti růstu tržeb na růst pracovního kapitálu,
- k_{DMn} = koeficient náročnosti růstu tržeb na růst dlouhodobého majetku,
- t = rok.

⁷⁷ MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*, s. 125-126.

⁷⁸ tamtéž, s. 147.

Pro odhad výnosové hodnoty podniku jako celku (H_b) využijeme následující vzorec:⁷⁹

$$H_b = \frac{X_{t-1} * (1 + g) * r_{ZPx} * (1 - d) - X_{t-1} * g * (k_{WC} + k_{DMn})}{i_k - g}$$

2.7 Základní metody ocenění

Mezi důležité nástroje řízení podniku patří právě stanovení hodnoty podniku. Je nutné rozlišovat pojmy cena a hodnota. Cena je konkrétní částka zaplacená za podnik v daném čase a místě. Cenu ovlivňuje řada faktorů, například nabídka a poptávka, fáze vývoje ekonomiky, strategie vyjednávání a psychologické faktory. Hodnotou podniku se rozumí částka bez ohledu na konkrétní okolnosti prodeje či nákupu. Hodnota tedy představuje částku, kolem které by se měla pohybovat cena. Hlavním cílem ocenění je vyjádření takzvané objektivizované hodnoty, která je výsledkem kombinace hodnot získaných z celé řady oceňovacích postupů vycházejících z různých teoretických a metodologických východisek.⁸⁰

Metody ocenění rozdělujeme do čtyř základních skupin, a to na:⁸¹

- výnosové metody,
- majetkové metody,
- tržní (komparativní metody),
- kombinované metody.

2.7.1 Výnosové metody

U výnosových metod se vychází z předpokladu, že očekávaný užitek pro držitele statků určuje hodnotu daných statků.⁸² Vychází se při tom z nákladů ušlé příležitosti, jejichž úroveň závisí na době splatnosti, likviditě a rizikovosti.⁸³ Rozlišujeme následující základní výnosové metody:⁸⁴

⁷⁹ MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*, s. 147.

⁸⁰ DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku*, s. 146-147.

⁸¹ tamtéž, s. 147.

⁸² tamtéž, s. 148.

⁸³ KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*, s. 119.

⁸⁴ MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*, s. 163.

- metoda diskontovaného peněžního toku (DCF),
- metoda kapitalizovaných čistých výnosů,
- metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA).

2.7.1.1 Metody diskontovaných peněžních toků (DCF)

Metody diskontovaných peněžních toků jsou založeny na odhadech budoucích volných peněžních toků plynoucích z podnikatelské činnosti. Tento volný peněžní tok se využívá při oceňování podniku, protože s rostoucím peněžním příjmem roste i hodnota dané firmy.⁸⁵

Jsou rozlišovány následující čtyři techniky pro výpočet hodnoty podniku pomocí metody diskontovaných peněžních toků:^{86, 87}

- metoda entity – oceňuje se celkový kapitál podniku,
- metoda equity – oceňuje se vlastní kapitál podniku,
- metoda DDM – oceňuje se vlastní kapitál, přičemž peněžní tok je vyjádřen pomocí dividendy,
- metoda APV – hodnota podniku se vypočítá pomocí upravené současné hodnoty.

V praxi světových oceňovacích firem je nejčastěji používána metoda DCF entity a převážná část odborné literatury tuto metodu považuje za základní. Proto se budu touto metodou zabývat i v teoretické části této diplomové práce podrobněji než zbylými třemi metodami.⁸⁸

Metoda DCF entity

V metodě DCF entity se oceňuje celkový kapitál podniku. Volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele (FCFF) se zde diskontuje nákladem celkového kapitálu.⁸⁹

Volný peněžní tok (FCFF) vypočítáme následujícím způsobem:

⁸⁵ DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku*, s. 148.

⁸⁶ MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*, s. 164-165.

⁸⁷ DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku*, s. 149-150.

⁸⁸ MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*, s. 165.

⁸⁹ tamtéž, s. 149.

Tabulka 1: Výpočet volného peněžního toku (FCFF)⁹⁰

1.	+ Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi (KPVH _D)
2.	- Upravená daň z příjmů (KPVH _D vynásobíme daňovou sazbou)
3.	= Korigovaný provozní výsledek hospodaření po daních (KPVH)
4.	+ Odpisy
5.	+ Ostatní náklady započtené v provoz. VH, které nejsou výdaji běžného období
6.	= Předběžný peněžní tok z provozu
7.	- Investice do upraveného pracovního kapitálu (provozně nutného)
8.	- Investice do pořízení dlouhodobého majetku (provozně nutného)
9.	= Volný peněžní tok (FCFF)

Korigovaný provozní výsledek hospodaření se vypočítá následovně:

Tabulka 2: Výpočet korigovaného provozního výsledku hospodaření⁹¹

1.	Provozní výsledek hospodaření (z výsledovky)
2.	- Provozní výnosy jednorázové a nesouvisející s provozním majetkem
3.	+ Provozní náklady jednorázové a nesouvisející s provozním majetkem
4.	+ Výnosy z fin. investic a výnosové úroky, pokud plynou z provozně nutného maj.
5.	- Finanční náklady související s provozně potřebným majetkem
6.	= Korigovaný provozní výsledek hospodaření

Provozně nutným investovaným kapitálem rozumíme veličinu sestávající z provozně nutného dlouhodobého majetku a provozně nutného pracovního kapitálu.⁹²

Pokračuje se pomocí dvoufázové metody, kde se vychází z předpokladu, že lze budoucí období rozdělit na dvě fáze. První fáze je období, pro které je možné vypracovat prognózu volného peněžního toku pro jednotlivé roky (v evropských zemích nejčastěji 3 až 6 let, ale doporučuje se 5 až 7 let). Druhá fáze obsahuje období od konce první fáze do nekonečna. Hodnota podniku se vypočítá následovně:⁹³

⁹⁰ Vlastní vypracování podle: MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*, s. 170.

⁹¹ Vlastní vypracování podle: MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*, s. 174.

⁹² MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy*, s. 18-19.

⁹³ MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*, s. 178-182.

$$H_b = \sum_{t=i}^T \frac{FCFF_t}{(1+i_k)^t} + \frac{PH}{(1+i_k)^T}$$

kde:

- T = délka první fáze v letech,
- PH = pokračující hodnota,
- i_k = kalkulovaná úroková míra na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC).

Pokračující hodnota se dá vypočítat pomocí Gordonova nebo parametrického vzorce.

Gordonův vzorec vypadá následovně:⁹⁴

$$\text{Pokračující hodnota v čase } T = \frac{FCFF_{T+1}}{i_k - g}$$

kde:

- T = poslední rok prognózovaného období,
- i_k = průměrné náklady kapitálu (kalkulovaná úroková míra),
- g = předpokládané tempo růstu volného peněžního toku během celé druhé fáze (tzn. do nekonečna) a podmínkou je, aby g bylo menší než i_k ,
- FCFF = volný peněžní tok do firmy.

Parametrický vzorec má následující podobu:⁹⁵

$$\text{Pokračující hodnota} = \frac{KPVH_{T+1} * (1 - \frac{g}{r_1})}{i_k - g}$$

kde:

- $KPVH_{T+1}$ = korigovaný provozní výsledek hospodaření po upravených daních v prvním roce po uplynutí období prognózy.

⁹⁴ MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*, s. 183.

⁹⁵ tamtéž, s. 187.

Metoda DCF equity

V této metodě je oceňován pouze vlastní kapitál. Volné peněžní toky vztahující se k vlastnímu kapitálu (FCFE) jsou diskontovány nákladem vlastního kapitálu R_E .⁹⁶

$$\text{Hodnota podniku} = \frac{FCFE}{R_E}$$

Metoda DDM

Tato metoda oceňuje vlastní kapitál. Peněžní tok pro vlastníky je zde vyjádřen pomocí dividendy. Výše dividendy v běžném období (DIV) se zde vydělí nákladem na vlastní kapitál (R_E) sníženým o očekávanou míru tempa růstu dividend do nekonečna (g).⁹⁷

$$\text{Hodnota podniku} = \frac{DIV}{R_E - g}$$

Metoda APV

V metodě APV je oceňován celkový kapitál. Finanční toky nezadlužené firmy ($FCFE_U$) jsou diskontovány nákladem celkového kapitálu nezadlužené firmy R_U a následně se přičte daňový štít (TS) diskontovaný náklady dluhu (R_D).⁹⁸

$$\text{Hodnota podniku} = \frac{FCFE_U}{R_U} + \frac{TS}{R_D}$$

2.7.1.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Metoda kapitalizovaných čistých výnosů je metodou „netto“ (tj. equity), kdy výnosovou hodnotu počítáme pouze pro vlastníky vlastního kapitálu a výsledkem je přímo hodnota vlastního kapitálu. Tato metoda má dvě varianty.⁹⁹

⁹⁶ DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku*, s. 150.

⁹⁷ tamtéž, s. 150.

⁹⁸ tamtéž, s. 150.

⁹⁹ MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*, s. 257.

Varianta 1

Tato varianta je rozšířena zejména v akademických kruzích a vychází z předpokladu, že čistý výnos podniku má být určován na základě rozdílů mezi příjmy a výdaji (tj. peněžních toků). Dá se tedy ztotožnit s metodou DCF equity.¹⁰⁰

Varianta 2

Druhá varianta je využívána zejména v praxi a spočívá v tom, že je čistý výnos odvozován z upravených výsledků hospodaření (tj. z rozdílů upravených výnosů a nákladů).¹⁰¹

2.7.1.3 Metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA)

Ekonomickou přidanou hodnotu (Economic value added – EVA) lze využít jako nástroj finanční analýzy, řízení podniku i oceňování podniku. Principem je, že je měřen ekonomický zisk. Ukazatel ekonomické přidané hodnoty byl zaveden kvůli potřebě nalezení ekonomického ukazatele, který vykazuje co nejužší vazbu na hodnotu akcií, umožňuje využití co nejvíce informací a údajů poskytovaných účetnictvím, překonává námitky vůči účetním ukazatelům postihujícím finanční efektivnost a umožňuje hodnocení výkonnosti a zároveň i ocenění podniků. Základní podoba vzorce pro výpočet EVA je následující:¹⁰²

$$EVA = NOPAT - WACC * C,$$

kde:

- NOPAT = zisk z operační činnosti podniku po zdanění,
- WACC = průměrné vážené náklady kapitálu,
- C = kapitál vázaný v aktivech, která slouží k operační činnosti podniku (někdy bývá nahrazen speciálním termínem NOA – čistá operační aktiva).

K výpočtu hodnoty podniku pomocí ukazatele EVA využíváme obvykle dvoufázovou metodu, kde se druhá fáze počítá jako věčná renta ze stabilní EVA do nekonečna.

¹⁰⁰ MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*, s. 257-258.

¹⁰¹ tamtéž, s. 258-259.

¹⁰² tamtéž, s. 282-283.

Pro přehlednost se využívá stabilní hodnota WACC, avšak přesnější je využít pro každý rok jinou úroveň WACC v závislosti na měnící se struktuře kapitálu. Stejně jako u metody DCF existují varianty výpočtu – entity, equity a APV, přičemž zde je varianta entity:¹⁰³

$$H_n = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \left(\frac{NOPAT_t - WACC * NOA_{t-1}}{(1+WACC)^t} \right) + \frac{NOPAT_{T+1} - WACC * NOA_T}{WACC * (1+WACC)^T} - D_0 + A_0,$$

kde:

- H_n = hodnota vlastního kapitálu podniku (hodnota netto),
- EVA_t = EVA v roce t,
- NOA_0 = čistá operační aktiva k datu ocenění,
- NOA_{t-1} = čistá operační aktiva ke konci předchozího roku, tj. k počátku roku t,
- $NOPAT_t$ = operační výsledek hospodaření po dani v roce t,
- T = počet let explicitně plánovaných EVA,
- WACC = průměrné vážené náklady kapitálu,
- D_0 = hodnota úročených dluhů k datu ocenění,
- A_0 = ostatní, tj. neoperační aktiva k datu ocenění.

2.7.2 Majetkové metody

Majetkové metody ocenění podniku spočívají v ocenění jednotlivých složek aktiv, závazků a dluhů. Řadíme sem následující tři metody:¹⁰⁴

- účetní metoda,
- substanční metoda,
- metoda likvidační hodnoty.

2.7.2.1 Účetní metoda

V ocenění pomocí účetní metody bereme v úvahu historické ceny (tj. za kolik byl majetek pořízen). Zejména u dlouhodobého majetku tak může dojít ke značné odchylce

¹⁰³ MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*, s. 297.

¹⁰⁴ DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku*, s. 152-153.

od ekonomické reality. Avšak velkou výhodou je velká průkaznost výsledného ocenění.¹⁰⁵ Výpočet je následující:¹⁰⁶

$$\text{hodnota vlastního kapitálu} = \text{účetní hodnota aktiv} - \text{účetní hodnota závazků a dluhů}$$

2.7.2.2 Substanční metoda

Ocenění pomocí substanční metody spočívá v reprodukční pořizovací ceně jednotlivých aktiv, která se sníží o reálné ocenění všech závazků a dluhů k datu ocenění za předpokladu pokračování podniku v jeho činnosti. Výhodou je, že tato metoda reflektuje tržní podmínky. Nevýhodou je skutečnost, že se nebere v potaz vliv současné a budoucí výnosnosti na hodnotu podniku. Stejně tak se pomíjí hodnota goodwillu a specifických nehmotných aktiv spojených s fungováním podniku jako celku. Výpočet se dá znázornit následovně:¹⁰⁷

Tabulka 3: Postup výpočtu hodnoty podniku pomocí substanční metody¹⁰⁸

	Souhrn majetkových hodnot v reprodukčních cenách
+	Výnosy z prodeje nepotřebného majetku
=	Substanční hodnota brutto S_b
-	Hodnota závazků a dluhů v reálných cenách
=	Substanční hodnota netto S_n (tj. výsledek ocenění)

2.7.2.3 Metoda likvidační hodnoty

Podle metody likvidační hodnoty se podnik oceňuje za předpokladu, že bude majetek podniku rozdělen, rozprodán, případně zlikvidován a podnik následně po splacení veškerých závazků včetně odměny likvidátora ukončí svoji činnost. Likvidační hodnota tvoří dolní hranici hodnoty podniku. Vypočítá se následovně:¹⁰⁹

$$\text{Likvidační hodnota} = \text{příjmy z prodeje majetku podniku} - \text{výdaje na vyrovnání závazků a nákladů na likvidaci}$$

¹⁰⁵ MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*, s. 324.

¹⁰⁶ DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku*, s. 152.

¹⁰⁷ DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku*, s. 152.

¹⁰⁸ Vlastní vypracování podle: DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku*, s. 152.

¹⁰⁹ MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*, s. 321-322.

2.7.3 Tržní (komparativní) metody

Tento druh metod oceňování se označuje jako metody relativního oceňování nebo metody tržního srovnání. Podstatou těchto metod je odvození hodnoty aktiv nebo kapitálu na základě srovnání s podobnými podniky. Nejčastěji se provádí u podniků, jejichž podíly jsou obchodovány veřejně na finančních trzích. Výhodou je jednoduchost výpočtu a rychlost získání výsledné hodnoty. Využitelnost této metody v České republice je malá, neboť je závislá na četnosti prodeje obdobných subjektů.¹¹⁰

2.7.4 Kombinované metody

Metody kombinované pracují s výsledky jiných metod a jsou využívány k syntéze výsledků ocenění. Řadíme sem tyto základní metody:¹¹¹

- Schmalenbachova metoda (metoda střední hodnoty),
- Metoda vážené střední hodnoty,
- Metody nadzisku, superzisku.

2.7.4.1 Schmalenbachova metoda

Schmalenbachova metoda vychází z předpokladu, že hodnota podniku je vytvářena jak vloženými statky a výkony do podniku, tak i budoucím výnosem. Tuto metodu vytvořila praxe a je značně oblíbená u praktiků. Do výpočtu vstupuje hodnota vypočtená metodou výnosovou a hodnota vypočtená metodou substanční. Je třeba mít na paměti, že metodu lze využít pouze v případě, že se vypočtená hodnota výnosovou metodou příliš neliší od hodnoty vypočtené metodou substanční.^{112, 113}

$$\text{Hodnota podniku} = \frac{\text{hodnota výnosu} + \text{hodnota substance}}{2}$$

¹¹⁰ DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku*, s. 153.

¹¹¹ KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*, s. 196-199.

¹¹² MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*, s. 278-279.

¹¹³ KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*, s. 196-197.

2.7.4.2 Metoda vážené střední hodnoty

Tato metoda je v praxi využívána velmi často, neboť kombinuje výpočet tržní hodnoty podniku na základě váhy stavových a tokových veličin. Výpočet je následující:¹¹⁴

$$\text{Hodnota podniku} = v_1 * S + (1 - v_1) * V;$$

kde:

- S = hodnota podniku stanovená substanční metodou,
- V = hodnota podniku stanovená výnosovou metodou,
- v_1 = koeficient vyjadřující váhu substanční metody (nejčastěji se používá hodnota $v_1 = 0,5$).

2.7.4.3 Metody nadzisku, superzisku

Hlavní myšlenkou metod nadzisku a superzisku je, že podnik musí produkovat vyšší zisk než je zisk na úrovni alternativního bezrizikového výnosu. Za předpokladu nekonečně dlouhého generování superzisku se hodnota podniku vypočte podle následujícího vzorce:¹¹⁵

$$\text{Hodnota podniku} = \frac{Z - i_k * S}{i_{k_2}},$$

kde:

- Z = trvale udržitelný zisk,
- i_k = kalkulovaný bezrizikový výnos,
- i_{k_2} = kalkulovaná úroková míra,
- S = hodnota substance.

¹¹⁴ KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*, s. 197-198.

¹¹⁵ tamtéž, s. 199.

3 ANALÝZA SOUČASNÉHO STAVU

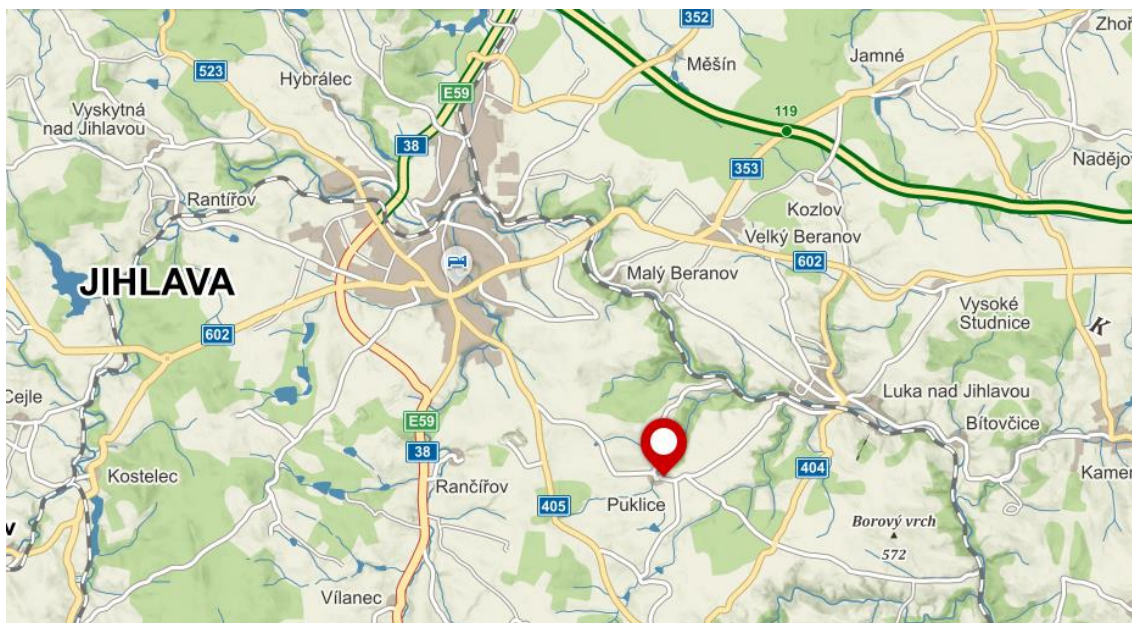
V této části diplomové práce bude nejprve představeno AGRO družstvo vlastníků Puklice. Následovat bude strategická analýza a nakonec finanční analýza.

3.1 Základní informace o družstvu

AGRO družstvo vlastníků Puklice je středně velké družstvo, které sídlí v obci Puklice, přibližně 7 kilometrů jihovýchodně od Jihlavy, která je krajským městem Kraje Vysočina.

Pozemky, na kterých družstvo hospodář, se nachází v Českomoravské vrchovině (vyšší střední polohy nadmořské výšky přibližně 500 až 650 metrů nad mořem) v těchto katastrech: Puklice, Příseka, Studénky, Petrovice, Střížov, Přímělkov a Komárovice. Svažitostní poměry nejsou příznivé. Délka vegetačního období je 142 dnů.¹¹⁶

Hlavní činností družstva je zemědělská prvovýroba (rostlinná a živočišná) a provoz bioplynové stanice.



Obrázek 2: Poloha obce Puklice¹¹⁷

¹¹⁶ Interní materiály družstva.

¹¹⁷ SEZNAM.CZ. *Mapy.cz* [online].

Tabulka 4: Souhrnné informace o družstvu (k 31. lednu 2017)¹¹⁸

Název:	AGRO družstvo vlastníků Puklice
Sídlo:	Puklice 94, 588 31 Puklice
IČO:	49975552
DIČ:	CZ49975552
Právní forma:	Družstvo
Datum zápisu do obchodního rejstříku:	9. února 1994
Základní kapitál:	2 150 000 Kč
Počet členů družstva:	43
Počet zaměstnanců:	72

3.1.1 Předmět podnikání

Podle obchodního rejstříku jsou k 31. lednu 2017 předmětem podnikání družstva následující činnosti:¹¹⁹

- silniční motorová doprava - nákladní provozovaná vozidly nebo jízdními soupravami o největší povolené hmotnosti nepřesahující 3,5 tuny, jsou-li určeny k přepravě zvířat nebo věcí, - nákladní vnitrostátní provozovaná vozidly o největší povolené hmotnosti nad 3,5 tuny,
- zámečnictví, nástrojářství,
- pokrývačství, tesařství,
- ošetřování rostlin, rostlinných produktů, objektů a půdy proti škodlivým organismům přípravky na ochranu rostlin nebo biocidními přípravky,
- výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona,
- speciální ochranná dezinfekce, dezinfekce a deratizace - bez použití toxických nebo vysoce toxických chemických látek a chemických přípravků s výjimkou speciální ochranné dezinfekce, dezinfekce a deratizace v potravinářských a zemědělských provozech, - v potravinářských nebo zemědělských provozech, - toxickými nebo vysoce toxickými chemickými látkami nebo chemickými

¹¹⁸ Vlastní vypracování podle interních materiálů družstva.

¹¹⁹ REJSTRIK.PENIZE.CZ. AGRO družstvo vlastníků Puklice [online].

přípravky, s výjimkou speciální ochranné dezinsekce a deratizace v potravinářských nebo zemědělských provozech,

- zednictví,
- zemědělství včetně prodeje nezpracovaných zemědělských výrobků za účelem zpracování nebo dalšího prodeje.

3.1.2 Organizační struktura družstva

Nejvyšším orgánem družstva je členská schůze, která se schází minimálně jednou ročně. Statutárním orgánem je představenstvo, které má 7 členů (předsedu, místopředsedu a pět členů). Předsedou představenstva je od roku 2005 Ing. Karel Vašourek. Představenstvo se schází dle potřeby, minimálně jednou za čtvrtletí. Dalším orgánem družstva je tříčlenná kontrolní komise, jež se schází minimálně jednou za tři měsíce. Funkční období orgánů družstva je 5 let.¹²⁰

3.1.3 Historie družstva

V roce 1952 bylo založeno Jednotné zemědělské družstvo Puklice, které je předchůdcem současné společnosti. Roku 1962 bylo sloučeno s družstvy v Přísece a Studénkách. V roce 1977 po sloučení s JZD Rovnost Brtnice právně zaniklo. V roce 1993 byla provedena transformace JZD Rovnost Brtnice. Byly vypočteny majetkové podíly jednotlivých členů a na základě těchto podílů byly založeny čtyři nové právní subjekty: ZD Brtnice, ZD Puklice-Střížov, ZD Pístov a Mrazírny Brtnice. Dne 9. února 1994 bylo založeno AGRO družstvo vlastníků Puklice.¹²¹

3.2 Strategická analýza

Ve strategické analýze bude nejprve analyzován samotný podnik, následovat bude analýza obecného a oborového prostředí a kapitola bude ukončena SWOT analýzou.

¹²⁰ Interní materiály družstva.

¹²¹ Interní materiály družstva.

3.2.1 Analýza podniku

AGRO družstvo vlastníků Puklice se zaměřuje především na živočišnou a rostlinnou výrobu a výrobu elektrické energie v bioplynové stanici. Ostatní činnosti vyjmenované v kapitole 3.1.1 (Předmět podnikání) jsou pouze doplňkové a na celkových tržbách se podílí nepatrně.

3.2.1.1 Živočišná výroba

V živočišné výrobě je hlavní specializací družstva chov skotu spojený s produkcí mléka a chov prasat pro produkci vepřového masa.

Na mléčné farmě v Přísece je soustředěno 520 kusů dojnic holštýnského plemene, dále přibližně 55 kusů vysokobřezích jalovic a v teletníku přibližně 120 kusů telat v období mléčné výživy. Mladé jalovice jsou z teletníku přesouvány do odchoven jalovic ve Střížově. Mladí býci jsou v období mléčné výživy prodáváni převážně do Itálie. Družstvo dodává do mlékárny v Hlinsku více než 15 000 litrů mléka denně. Průměrná roční užitkovost na dojnici je 10 150 litrů mléka. Na celkových tržbách družstva má mléko podíl 41 %.¹²²

V chovu prasat došlo v roce 2016 k významným změnám. Na středisku v Puklicích bylo v nevyhovujících prostorách za hranou životnosti chováno přibližně 300 prasnic. Kvůli zastaralým technologiím a náročnosti na lidskou práci docházelo k vysoké spotřebě krmiva u prasat ve výkrmu. Kromě toho byly velice nízké přírůstky a pouze 14 odchovaných selat na prasnici a rok. Z toho důvodu nebylo možno zajistit pro kapacity ve výkrmu požadovaný počet selat, proto muselo být přibližně 6 000 selat ročně nakupováno od společnosti CIZ Cizkrajov, a. s. Roční produkce vepřového masa byla 1 150 tun a podíl na celkových tržbách družstva 34 %. Aby došlo k vyřešení výše uvedených problémů, byla v roce 2016 postavena nová porodna prasat ve Střížově s kapacitou 555 prasnic. Dále se ve Střížově nachází již dříve zmodernizované stáje pro 3 522 prasat ve výkrmu a 2 052 prasat v předvýkrmu. Odhadovaná roční porodnost v nové porodně prasat je 15 tisíc selat, tj. až 30 selat na prasnici a rok. Spolu

¹²² Interní materiály družstva.

s otevřením nové porodny družstvo opustilo chov českého bílého ušlechtilého plemena a přechází na dánskou genetiku (plemeno DanBred).¹²³

3.2.1.2 Rostlinná výroba

Družstvo hospodaří na výměře 1 713 ha zemědělské půdy. Z toho 1 349 ha tvoří orná půda a 364 ha trvalé travní porosty. Produkce rostlinné výroby a její výrobní zaměření se plně podřizuje potřebám živočišné výroby a částečně i bioplynové stanice. Rozhodující plodinou z tržních plodin je ozimá řepka, která je pěstována na ploše 204 ha. Krmné obiloviny jsou pěstovány na zhruba polovině výměry orné půdy (398 ha ozimých pšenic, 187 ha ozimého ječmene, 136 ha jarního ječmene a 20 ha ovsa). Polovinu plochy jarního ječmene tvoří sladovnický ječmen. Na 221 ha je pěstována kukuřice na siláž, a to z důvodu zajištění krmivové základny pro chod skotu a částečně i pro potřeby bioplynové stanice. Na zbylých 177 ha jsou luskovinoobilné směsky s podsevem, jetel a jetelotravní směsky a 66 ha víceleté pícniny (jetel). Rostlinná výroba se na celkových tržbách družstva podílí 18 %.¹²⁴

3.2.1.3 Bioplynová stanice

Bioplynová stanice byla uvedena do provozu v roce 2012. Záměrem této investice bylo zajištění výroby elektrické energie, její dodávání do rozvodné sítě, využití energie pro potřebu střediska Střížov a využití odpadního tepla na vytápění provozů chovů prasat.

3.2.1.4 Podniková a marketingová strategie družstva

Při nástupu současného vedení na přelomu let 2005 a 2006 byla vypracována a schválena nová podnikatelská a marketingová strategie družstva. V současnosti dochází k naplnění posledních kroků uvedené strategie, která v posledních deseti letech vyšla na 350 milionů Kč. Strategie se zaměřila na využití stávajících zdrojů a přípravu nových investic s cílem podstatného nárůstu tržeb, růstu produktivity práce, vyšší celkové produktivity družstva a dlouhodobou konkurenceschopnost jednotlivých provozů. Hlavním problémem před vypracováním této strategie byla nízká úroveň

¹²³ Interní materiály družstva.

¹²⁴ Interní materiály družstva.

technologického vybavení, vysoká odepsanost majetku a vyhospodařené provozy v živočišné výrobě. Realizace strategie si vyžádala následující investiční náklady:¹²⁵

- **Chov skotu – 45 mil. Kč**
 - nová stáj pro 360 ks dojníc v Přísece – 16,5 mil. Kč
 - rekonstrukce stávající stáje pro 200 dojníc v Přísece – 2 mil. Kč
 - rekonstrukce stávající porodny krav v Přísece – 3 mil. Kč
 - rekonstrukce hnojiště v Přísece – 2 mil. Kč
 - rekonstrukce asfaltových komunikací v Přísece – 2 mil. Kč
 - nový teletník pro 200 ks telat v Přísece – 5 mil. Kč
 - dva nové silážní žlaby v Přísece – 8 mil. Kč
 - nová úschovna mléka v Přísece – 3 mil. Kč
 - úprava porodny krav na teletník pro telata v období rostlinné výživy a úprava stávajících kravínů na stáje pro jalovice ve Střížově – 3 mil. Kč
- **Chov prasat – 85 mil. Kč**
 - rekonstrukce výkrmu prasat pro 2 880 ks prasat ve výkrmu ve Střížově – 19 mil. Kč
 - rekonstrukce porodny prasnic na 2 052 ks prasat v předvýkrmu a 642 ks ve výkrmu ve Střížově – 9 mil. Kč
 - nové kejdomské hospodářství ve Střížově – 15 mil. Kč
 - rekonstrukce odchovu jalovic v Puklicích na porodnu prasnic – 2 mil. Kč
 - nová porodna prasnic ve Střížově včetně komunikací – 40 mil. Kč
- **Bioplynová stanice – 73 mil. Kč**
 - výstavba bioplynové stanice s technologií od firmy Hochraiter ve Střížově – 62,5 mil. Kč
 - zázemí bioplynové stanice (žlaby) – 10,5 mil. Kč
- **Rekonstrukce posklizňové linky v Puklicích** (příjem, úprava, sušení a nové skladování na 400 tun řepky nebo obilí) – **10 mil. Kč**
- **Rekonstrukce výroby krmných směsí ve Střížově – 10 mil. Kč**
- **Nákup zemědělské techniky pro rostlinnou, živočišnou výrobu a bioplynovou stanici – 100 mil. Kč**

¹²⁵ Interní materiály družstva.

- **Nákup pozemků – 23 mil. Kč** (pozemky v areálech družstva a 200 ha zemědělské půdy)

Z celkových 350 milionů Kč potřebných na realizaci strategie tvořila 100 milionů Kč investiční dotace z Operačního programu a Programu rozvoje venkova. Dalšími zdroji byly investiční úvěry od Moneta Money Bank, a. s. a ČS, a. s. Ke konci roku 2016 má družstvo investiční úvěr ve výši přibližně 108 mil. Kč a provozní úvěr ve výši 6,2 mil. Kč.¹²⁶

3.2.2 Analýza obecného prostředí

K analýze obecného prostředí bude využita PESTLE analýza. Při ní jsou zkoumány politické a legislativní, ekonomické, sociální, technologické, a ekologické vlivy.

3.2.2.1 Politické a legislativní vlivy

Zemědělství bylo velkou měrou ovlivněno vstupem České republiky do Evropské unie v roce 2004. Souvisí s tím normy a směrnice EU týkající se zemědělství. Pro jednotlivé podniky to znamenalo možnost čerpání peněz z evropských dotací, ale také zvýšení konkurence kvůli jednotnému evropskému trhu. Společná zemědělská politika Evropského společenství se zaměřuje na cíle jako je zvýšení produktivity v zemědělství, stabilizace trhů a zajištění přiměřené ceny pro spotřebitele. Aktuálním programem této politiky na období 2014-2020 je Program rozvoje venkova. Ten klade důraz na šetrný přístup k životnímu prostředí pomocí režimu ozelenění, podporu mladých zemědělců, případně na podporu odvětví nebo regionů, které čelí určitým obtížím či jsou nesmírně důležité z hospodářského, sociálního nebo environmentálního hlediska.¹²⁷

Kromě evropských dotačních programů, jež jsou hrazeny z prostředků EU a spolufinancovány ze státního rozpočtu ČR, existují ještě i národní dotační programy, které jsou financovány zcela ze státního rozpočtu ČR. Všechny dotace administruje a vyplácí Státní zemědělský intervenční fond.

¹²⁶ Interní materiály družstva.

¹²⁷ MINISTERSTVO ZEMĚDĚLSTVÍ ČESKÉ REPUBLIKY. *Společná zemědělská politika po reformě* [online].

Nejvýznamnější složkou přímých plateb pro zemědělce tvoří jednotná platba na plochu (SAPS). Jejím účelem je zabezpečení stabilních příjmů. Upravuje ji nařízení vlády č. 50/2015 Sb. a je poskytována výhradně z rozpočtu EU. Její poskytnutí je podmíněno řádným obhospodařováním zemědělské půdy, dodržováním podmínek dobrého zemědělského a environmentálního stavu půdy a povinných požadavků na hospodaření.¹²⁸

Z legislativních faktorů jsou pro zemědělský podnik důležité daňové úlevy, konkrétně snížení silniční daně o 25 % u vozidel určených pro činnosti výrobní povahy v rostlinné výrobě, možnost využití vyšší odpisové sazby u vybraných skupin strojů u podniků, které se zaměřují na zemědělství nebo lesnictví a také tzv. zelená nafta, kdy mají zemědělci nárok na daňové úlevy za pohonné hmoty spotřebované při práci v zemědělské výrobě (konkrétně 40 % spotřební daně za nakoupenou naftu a v případě nafty s příměsí řepkového oleje je úleva 57 % spotřební daně).¹²⁹

Z konkrétních zákonů, vyhlášek a nařízení jsou pro podnik nejdůležitější zákon o zemědělství (č. 252/1997 Sb.), zákon o životním prostředí (č. 17/1992 Sb.), nový občanský zákoník (č. 89/2012 Sb.), zákoník práce (č. 262/2006 Sb.), zákon o účetnictví (č. 563/1991 Sb.), zákon o daních z příjmů (č. 586/1992 Sb.), zákon o dani z přidané hodnoty (č. 235/2004 Sb.), aj.

3.2.2.2 Ekonomické vlivy

Podle odhadu Ministerstva financí České republiky dosáhl růst reálného hrubého domácího produktu v roce 2016 asi 2,5 %, k čemuž přispěla zejména domácí i zahraniční poptávka. Tahounem tohoto růstu byla spotřeba domácností, jež těžila z dobré situace na trhu práce, rostoucího disponibilního důchodu a vysoké důvěry spotřebitelů. Hospodářský růst byl doprovázen velmi nízkou inflací. Spotřebitelské ceny se v prosinci 2016 meziročně zvýšily o 2 %. Růst zaměstnanosti dosáhl 1,8 % a míra

¹²⁸ MINISTERSTVO ZEMĚDĚLSTVÍ ČESKÉ REPUBLIKY. *Jednotná platba na plochu* [online].

¹²⁹ MINISTERSTVO ZEMĚDĚLSTVÍ ČESKÉ REPUBLIKY. *Ministr Jurečka: Plním svůj slib, zemědělci ode dneška mohou žádat o zelenou naftu* [online].

nezaměstnanosti klesla až na 4 %. Běžný účet platební bilance vykázal rekordní přebytek 2,1 % hrubého domácího produktu.¹³⁰

Ministerstvo financí České republiky předpokládá růst ekonomiky o 2,6 % v roce 2017 a 2,4 % v roce 2018. Tento růst by měl být tažen zejména domácí poptávkou v čele se spotřebou domácností a investiční aktivitou firem a vládního sektoru. Průměrná míra inflace se předpokládá ve výši 2 % v roce 2017 a 1,6 % v roce 2018. Míra nezaměstnanosti má již velmi malý prostor pro další pokles a proto se očekává, že v letech 2017 a 2018 bude činit shodně 3,9 %. Běžný účet platební bilance by měl i nadále vykazovat přebytek.¹³¹

Česká národní banka měnila úrokové sazby naposledy v roce 2012. Dvoutýdenní repo sazba od té doby činí 0,05 %, diskontní sazba také 0,05 % a lombardní sazba 0,25 %. Stále platí závazek, že se ČNB bude snažit měnovými intervencemi držet kurz Kč vůči Euru nad 27 Kč / EUR, a to minimálně do poloviny roku 2017.¹³²

AGRO družstvo vlastníků Puklice je závislé na výkupních cenách mléka a vepřového masa. Tyto ceny jsou určovány trhem a nejsou příliš stabilní. V následující tabulce je znázorněn vývoj výkupních cen mléka od roku 2011.

Tabulka 5: Vývoj výkupních cen mléka v letech 2011 až 2017 (Kč/l)¹³³

Rok / Měsíc	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
2011	8,08	8,15	8,20	8,24	8,27	8,27	8,29	8,27	8,29	8,33	8,37	8,38
2012	8,35	8,30	8,14	7,83	7,53	7,30	7,19	7,21	7,30	7,48	7,68	7,80
2013	7,93	8,05	8,12	8,20	8,24	8,29	8,36	8,50	8,72	8,99	9,28	9,49
2014	9,66	9,72	9,75	9,72	9,61	9,51	9,46	9,29	9,07	8,95	8,86	8,84
2015	8,52	8,39	8,31	8,15	7,76	7,46	7,20	7,03	7,07	7,24	7,33	7,41
2016	7,32	7,08	6,81	6,54	6,25	6,12	6,10	6,20	6,42	6,76	7,13	7,50

Z tabulky je patrné, že nejvyšší výkupní ceny bylo dosaženo v březnu 2014, a to 9,75 Kč/l. Naopak v roce 2016 byly výkupní ceny nejnižší, v červenci dokonce pouze 6,10 Kč/l. Po dosažení tohoto minima začaly ceny růst. K cenám je nutné dodat, že optimální cena na hranici rentability je 8 Kč/l.

¹³⁰ MINISTERSTVO FINANCÍ ČESKÉ REPUBLIKY. *MF letos očekává růst HDP o 2,6 %* [online].

¹³¹ MINISTERSTVO FINANCÍ ČESKÉ REPUBLIKY. *MF letos očekává růst HDP o 2,6 %* [online].

¹³² ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *cnb.cz* [online].

¹³³ STÁTNÍ ZEMĚDĚLSKÝ INTERVENČNÍ FOND. *Zpráva o trhu s mlékem a mlékárenskými výrobky* [online].

3.2.2.3 Sociální vlivy

Zemědělství má velký vliv na utváření rázu krajiny, zabezpečení potravinové soběstačnosti země a zejména ve venkovských oblastech se výrazně podílí na zaměstnanosti.

Družstvo má střediska v Puklicích, Přísece a Střížově (Kraj Vysočina, bývalý okres Jihlava). V Kraji Vysočina žilo k 31. prosinci 2016 celkem 509 120 obyvatel. Průměrná hrubá mzda činila 25 222 Kč.¹³⁴ Míra nezaměstnanosti v celém kraji byla 5,17 %, což je o 0,02 % méně než je celorepublikový průměr. Nejhorší situace byla v okrese Třebíč (6,77 %), naopak nejlepší situace v okresech Pelhřimov (3,28 %) a Jihlava (4,62 %).¹³⁵

Kraj Vysočina se vyznačuje malou hustotou osídlení, velkým počtem menších obcí a malým podílem městského obyvatelstva. Celkový počet obyvatel kraje má v posledních letech klesající tendenci vlivem migračního úbytku. Je zde patrný proces stárnutí obyvatelstva. Mezi okresy s nejmladším obyvatelstvem patří Jihlavsko a Žďársko. Naděje dožití při narození patří ve srovnání s ostatními kraji k nejvyšším.¹³⁶

3.2.2.4 Technologické vlivy

Na obor zemědělství má velký vliv vývoj nových technologií. Jejich vlivem se zvyšuje produktivita práce. Na stejnou práci je potřeba méně pracovních sil, avšak stinnou stránkou této skutečnosti je, že jsou kladeny vyšší požadavky na kvalifikovanou pracovní sílu. Probíhá také například vývoj nových zemědělských odrůd, osiv a přípravků na ochranu rostlin.

Pokud chce podnik udržet krok s konkurencí, musí vývoj nových technologií sledovat a pokud mu to umožní finanční situace, technické novinky začít využívat. Vedení AGRO družstva vlastníků Puklice je si toho vědomo a v posledních zhruba deseti letech do nových technologií výrazně investovalo. Příkladem z nedávné doby je nová porodna prasat ve Střížově, která byla uvedena do provozu v roce 2016.

¹³⁴ ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. *Statistická ročenka Kraje Vysočina - 2016* [online].

¹³⁵ ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. *Nezaměstnanost v Kraji Vysočina k 31.12.2016* [online].

¹³⁶ ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. *Základní tendence demografického, sociálního a ekonomického vývoje Kraje Vysočina* [online].

3.2.2.5 Ekologické vlivy

Ochraně životního prostředí je v zemědělství věnována velká pozornost. Zemědělství a životní prostředí jsou spolu úzce provázány. Zemědělství má produkční funkci závislou na přírodních zdrojích a na druhou stranu tvoří ráz krajiny a pomáhá vytvářet biologickou diverzitu. V minulosti byla zemědělská půda scelována do větších a větších celků bez ohledu na sklon a svažitosť příslušných pozemků, což mělo za následek snížení přirozené protierozní ochrany. Negativní vliv mělo také přidávání velkého množství průmyslových hnojiv. Ochrana krajiny, půdy, vody a využívání obnovitelných zdrojů energií patří mezi současné výzvy zemědělství.

3.2.3 Analýza oborového prostředí

V analýze oborového prostředí bude využita Porterova analýza pěti sil. Zde zkoumáme stávající a novou konkurenci, vliv odběratelů a dodavatelů a nakonec hrozbu substitučních výrobků.

3.2.3.1 Stávající konkurence

Mezi stávající konkurenci řadíme podniky s podobným výrobním programem, které působí v regionu. Z důvodu velké velikosti trhu nelze hovořit o konkurenci v pravém slova smyslu, protože podnik je zpravidla schopen svoje produkty prodat bez ohledu na to, kolik a v jaké kvalitě toho prodá nejbližší konkurence. Z globálního hlediska jsou potenciálními konkurenty všichni producenti zemědělských produktů na celém světě, neboť je možné přepravovat zpracované zemědělské produkty z jedné části světa na druhou. Velká rivalita panuje v oblasti pronájmu půdy. Pouze malé procento rozlohy, na níž družstvo hospodaří, je v jeho vlastnictví. Zbytek je pronajímán (resp. propachtován) od fyzických osob. Zemědělské podniky v okolí se snaží nabídnout vyšší nájemné (resp. pachtovné) a snížit tak výměru, na které hospodaří AGRO družstvo vlastníků Puklice. Mezi nejvýznamnější zemědělské podniky v okolí patří AGRA Brtnice, a. s. a LUKA, a. s.

3.2.3.2 Nová konkurence

Riziko nové konkurence je v oboru zemědělství velmi malé. Dochází spíše k zániku či slučování menších zemědělských podniků, avšak vznik úplně nových podniků je v současné době spíše vzácností. Největší bariérou pro vstup nových konkurentů je půda. V podstatě všechna zemědělská půda je v současnosti rozdělena a využívána. V poslední době je znatelný trend rozvoje soukromého zemědělství, a to z důvodu štedřejších dotací, kdy může být soukromý zemědělec ekonomicky úspěšný i na malé výměře zemědělské půdy. Z toho vyplývá, že i tito zemědělci mohou přesvědčit majitele půdy, aby propachtovali pozemky jim a družstvu tak hrozí zmenšení výměry, na které hospodaří.

3.2.3.3 Vliv odběratelů, zákazníků

V oboru podnikání platí, že si obchodní partneři udržují dlouhodobou přízeň a ke změnám odběratelů dochází pouze výjimečně. Výhodou tohoto vztahu je, že oba podniky ví, co od sebe očekávat. Rozhodující objem tržeb tvoří výrobky živočišné výroby (vepřové maso a mléko) a také tržby za vyrobenou elektrickou energii vyrobenou v bioplynové stanici Střížov. Cena jednotlivých komodit je stanovena trhem a v průběhu hospodářského roku kolísá. Trh výrobků živočišné výroby je specifický tím, že se tyto výrobky nedají dlouhodobě skladovat. Například na trhu mléka je mléka přebytek, neprobíhá tedy boj o zákazníky, dochází k poklesu cen a mlékárny si mohou svého dodavatele produkce vybírat.

3.2.3.4 Vliv dodavatelů

U dodavatelů platí stejně jako u odběratelů, že si obchodní partneři udržují dlouhodobou přízeň. Ke změnám dodavatelů dochází pouze výjimečně. Mezi nakoupené vstupy s rozhodujícím podílem řadíme krmné směsi, pesticidy, motorovou naftu, osiva, průmyslová hnojiva apod. Podniků je na daném trhu velké množství a tyto podniky se předhánějí ve snaze udržet si své současné zákazníky a navíc získat nové.

3.2.3.5 Hrozba substitučních výrobků

Vzhledem k povaze výrobků z oboru zemědělství je hrozba substitučních výrobků prakticky nulová. Z tohoto pohledu je zde spíše riziko dovozu levných výrobků ze zahraničí, což se týká zejména mléka a vepřového masa.

3.2.4 SWOT analýza

Ve SWOT analýze budou analyzovány silné a slabé stránky družstva a dále příležitosti a hrozby.

3.2.4.1 Silné stránky

- zkušený management,
- dlouhodobé stabilní vztahy s rozhodujícími odběrateli produkce,
- dlouhodobé stabilní vztahy s rozhodujícími dodavateli,
- velké investice do modernizací a výstavby v posledních přibližně 10 letech,
- produktivita práce,
- dobrý genetický potenciál zvířat,
- dlouhodobé stabilní výsledky v rostlinné a živočišné výrobě,
- návaznost na infrastrukturu města Jihlavy.

3.2.4.2 Slabé stránky

- velmi vysoký podíl cizích zdrojů financování,
- nestabilní finanční situace družstva,
- nejisté vnější ekonomické prostředí,
- horší klimatické a půdní podmínky, svažitost pozemků,
- vyšší počet zaměstnanců starších 40 let,
- z pozemků, na kterých družstvo hospodaří, je jen malá část ve vlastnictví družstva.

3.2.4.3 Příležitosti

- získání nových pozemků do vlastnictví družstva,

- modernizace technologií rostlinné a živočišné výroby,
- čerpání dotací,
- úzká spolupráce se školami a úřadem práce.

3.2.4.4 Hrozby

- konkurence levných výrobků z ostatních zemí Evropské unie,
- nižší efektivnost výroby (vliv kolísání cen),
- možnost vyššího finančního ohodnocení práce v jiných odvětvích a možný odchod kvalitních pracovníků za prací do města Jihlavy,
- pokles výkupních cen (zejména mléka a vepřového masa),
- výkyvy počasí,
- snížení výměry, na které družstvo hospodaří (např. když konkurenční podnik nabídne vyšší pachtovné).

3.3 Finanční analýza

Finanční analýza je nezbytným krokem při stanovení hodnoty podniku. Bude při ní posouzena finanční situace družstva. Sledovaným obdobím budou roky 2011 až 2015. Nejprve budou analyzovány absolutní ukazatele, následovat bude analýza rozdílových, poměrových ukazatelů a dále soustav ukazatelů. Poté bude provedena analýza generátorů hodnoty. Nakonec bude finanční analýza shrnuta. Zdrojem pro finanční analýzu budou rozvahy a výkazy zisku a ztráty v jednotlivých letech.

3.3.1 Absolutní ukazatele

V analýze absolutních ukazatelů bude provedena vertikální a horizontální analýza aktiv, pasiv a výkazu zisku a ztráty.

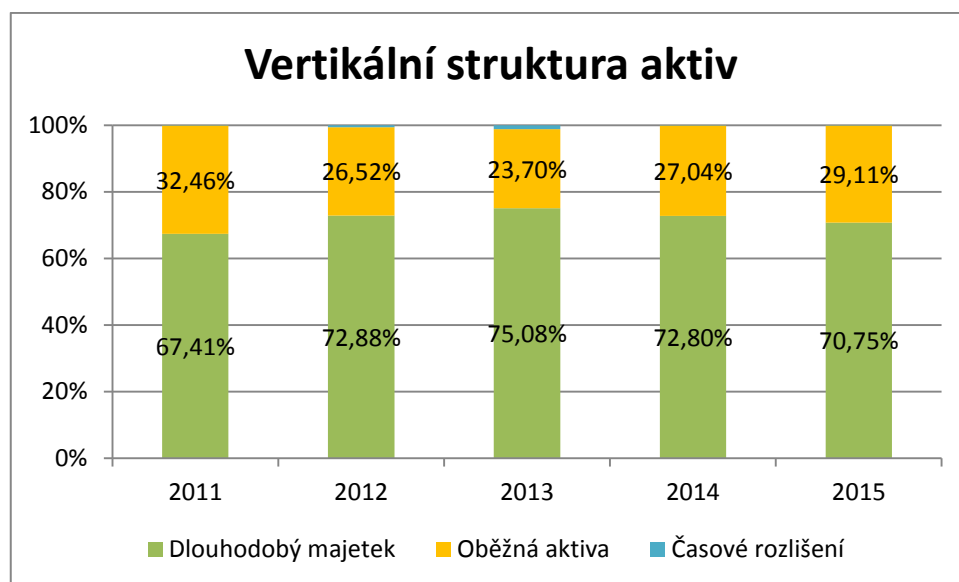
3.3.1.1 Vertikální analýza aktiv

V rámci vertikální analýzy aktiv sledujeme podíly jednotlivých položek aktiv (dlouhodobý majetek, oběžná aktiva a časové rozlišení) na celkovém součtu aktiv. Výše jednotlivých aktiv ve sledovaném období je uvedena v následující tabulce.

Tabulka 6: Struktura aktiv v letech 2011 až 2015 (v tis. Kč)¹³⁷

Aktiva	Rok				
	2011	2012	2013	2014	2015
Dlouhodobý majetek	150 405	192 130	202 085	195 209	185 154
Oběžná aktiva	72 424	69 913	63 779	72 506	76 181
Časové rozlišení	305	1 593	3 280	430	372
Celkem	223 134	263 636	269 144	268 145	261 707

Nejvýznamnější položkou celkových aktiv je **dlouhodobý majetek**, který měl v celém sledovaném období podíl na celkových aktivech v rozmezí 67 až 75 %. **Oběžná aktiva** se na celkových aktivech v celém sledovaném období podílela 24 až 32 %. Podíl **časového rozlišení** nikdy nepřesáhl 1 %. Jednotlivé položky budou podrobněji analyzovány na dalších stranách této diplomové práce.



Graf 1: Vertikální struktura aktiv v letech 2011 až 2015¹³⁸

V další tabulce je uvedena struktura dlouhodobého majetku.

¹³⁷ Vlastní vypracování podle interních materiálů družstva.

¹³⁸ Vlastní vypracování podle interních materiálů družstva.

Tabulka 7: Struktura dlouhodobého majetku v letech 2011 až 2015 (v tis. Kč)¹³⁹

Dlouhodobý majetek	Rok				
	2011	2012	2013	2014	2015
Dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0
Dlouhodobý hmotný majetek	150 338	192 062	202 011	195 135	185 080
Dlouhodobý finanční majetek	67	68	74	74	74
Celkem	150 405	192 130	202 085	195 209	185 154

Nejvyšší podíl na dlouhodobém majetku má **dlouhodobý hmotný majetek**. Jeho podíl byl v celém sledovaném období více než 99 %. V případě AGRO družstva vlastníků Puklice jde především o stavby, samostatné movité věci a soubory hmotných movitých věcí, pozemky a dospělá zvířata a jejich skupiny.

Dlouhodobý finanční majetek tvoří zbylou část dlouhodobého majetku. Patří sem dlouhodobé cenné papíry a podíly.

Dlouhodobý nehmotný majetek byl během celého sledovaného období nulový.

V další tabulce je analyzována struktura oběžných aktiv.

Tabulka 8: Struktura oběžných aktiv v letech 2011 až 2015 (v tis. Kč)¹⁴⁰

Oběžná aktiva	Rok				
	2011	2012	2013	2014	2015
Zásoby	49 716	45 565	47 193	53 748	52 655
Dlouhodobé pohledávky	0	510	0	120	80
Krátkodobé pohledávky	22 333	18 476	12 817	14 297	16 606
Krátkodobý finanční majetek	375	5 362	3 769	4 341	6 840
Celkem	72 424	69 913	63 779	72 506	76 181

Nejvýznamnější položkou oběžných aktiv byly v celém sledovaném období **zásoby**. Jejich podíl na celkových oběžných aktivech se držel v pásmu 65 až 74 %. Jde především o výrobky, mladá a ostatní zvířata a jejich skupiny a nedokončenou výrobu a polotovary.

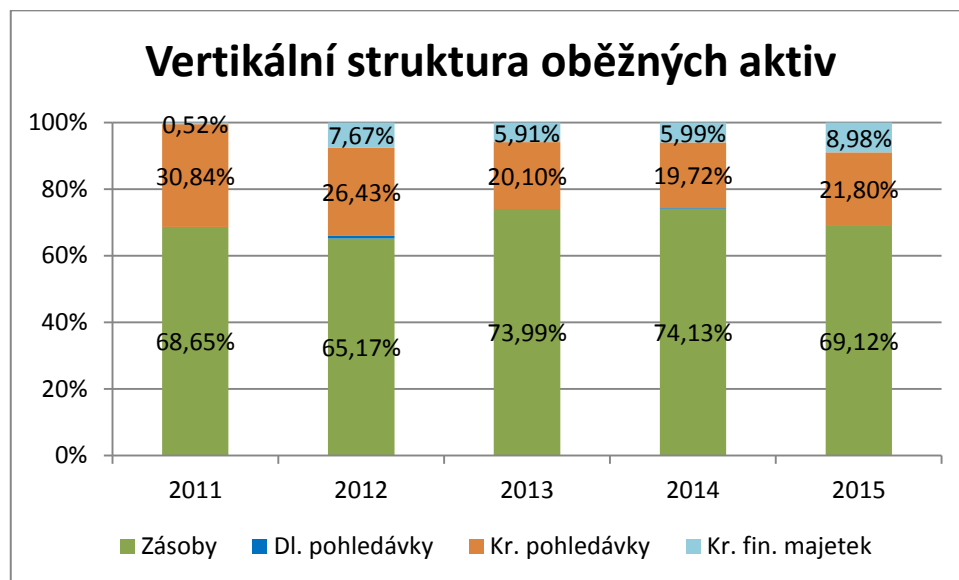
Krátkodobé pohledávky se v celém sledovaném období podílely na celkových oběžných aktivech 20 až 31 %. Šlo především o pohledávky z obchodních vztahů.

¹³⁹ Vlastní vypracování podle interních materiálů družstva.

¹⁴⁰ Vlastní vypracování podle interních materiálů družstva.

Podíl **krátkodobého finančního majetku** nikdy nepřesáhl 9 %. Jde zejména o peníze na účtech v bankách.

V letech 2012, 2014 a 2015 byla nenulová položka **dlouhodobých pohledávek**. Jejich podíl na celkových oběžných aktivech však nikdy nepřekročil 1 %.



Graf 2: Vertikální struktura oběžných aktiv v letech 2011 až 2015¹⁴¹

3.3.1.2 Horizontální analýza aktiv

V rámci horizontální analýzy aktiv jsou zkoumány meziroční změny jednotlivých položek aktiv. Jednotlivé rozdíly oproti předchozím rokům jsou uvedeny v následující tabulce.

¹⁴¹ Vlastní vypracování podle interních materiálů družstva.

Tabulka 9: Horizontální analýza aktiv v letech 2011 až 2015¹⁴²

Aktiva	Změna položky v daném období							
	2011/2012		2012/2013		2013/2014		2014/2015	
	tis. Kč	%	tis. Kč	%	tis. Kč	%	tis. Kč	%
Dlouhodobý majetek	41 725	27,74	9 955	5,18	-6 876	-3,40	-10 055	-5,15
Dlouhodobý nehmotný majetek	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00
Dlouhodobý hmotný majetek	41 724	27,75	9 949	5,18	-6 876	-3,40	-10 055	-5,15
Dlouhodobý finanční majetek	1	1,49	6	8,82	0	0,00	0	0,00
Oběžná aktiva	-2 511	-3,47	-6 134	-8,77	8 727	13,68	3 675	5,07
Zásoby	-4 151	-8,35	1 628	3,57	6 555	13,89	-1 093	-2,03
Dlouhodobé pohledávky	510	0,00	-510	-100,00	120	0,00	-40	-33,33
Krátkodobé pohledávky	-3 857	-17,27	-5 659	-30,63	1 480	11,55	2 309	16,15
Krátkodobý finanční majetek	4 987	1329,87	-1 593	-29,71	572	15,18	2 499	57,57
Časové rozlišení	1 288	422,30	1 687	105,90	-2 850	-86,89	-58	-13,49
Celkem	40 502	18,15	5 508	2,09	-999	-0,37	-6 438	-2,40

Celková výše aktiv měla v prvních třech letech sledovaného období rostoucí tendenci, mezi lety 2011 a 2012 dokonce celková aktiva vzrostla o téměř 18 % (40,5 milionů Kč), protože byla do majetku zařazena bioplynová stanice Střížov. V posledních dvou letech sledovaného období výše celkových aktiv klesala. Nejvíce mezi lety 2014 a 2015 (pokles o 2,4 %). Příčinu lze spatřovat především v odpisech dlouhodobého majetku.

Největší vliv na vývoj celkové výše aktiv měl především **dlouhodobý majetek**, konkrétně dlouhodobý hmotný majetek. Právě on udával trend celkové výši aktiv. Výše **oběžných aktiv** a **časového rozlišení** v celém sledovaném období kolísala.

3.3.1.3 Vertikální analýza pasiv

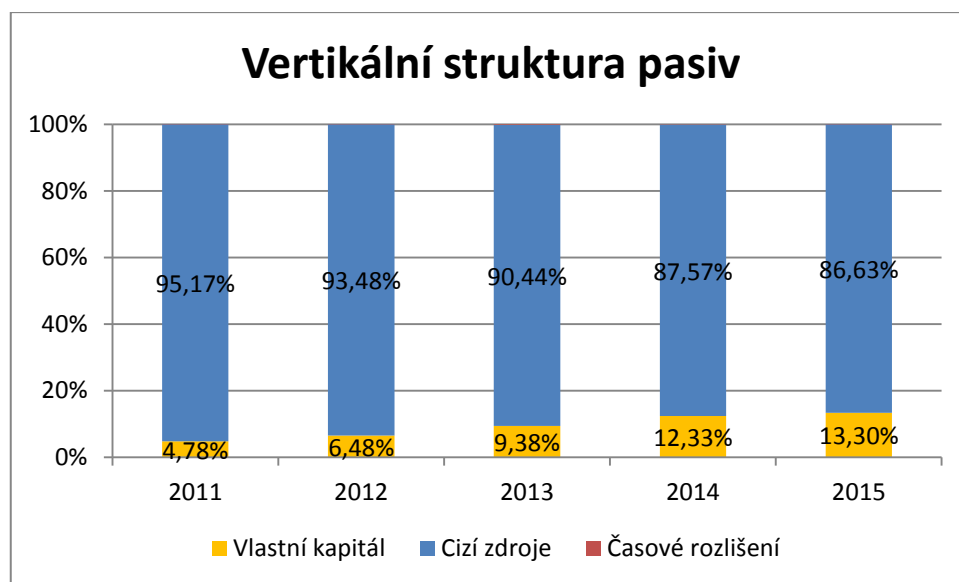
Ve vertikální analýze pasiv je zkoumán podíl jednotlivých položek pasiv (vlastní kapitál, cizí zdroje a časové rozlišení) na celkovém součtu pasiv. Výše jednotlivých položek ve sledovaném období je uvedena v následující tabulce.

¹⁴² Vlastní vypracování podle interních materiálů družstva.

Tabulka 10: Struktura pasiv v letech 2011 až 2015 (v tis. Kč)¹⁴³

Pasiva	Rok				
	2011	2012	2013	2014	2015
Vlastní kapitál	10 676	17 075	25 254	33 064	34 804
Cizí zdroje	212 354	246 452	243 409	234 810	226 714
Časové rozlišení	104	109	481	271	189
Celkem	223 134	263 636	269 144	268 145	261 707

Nejvýznamnější položkou celkových pasiv jsou **cizí zdroje**. V celém sledovaném období se jejich podíl pohyboval v rozmezí 87 až 95 % a měl stále klesající tendenci. Rostoucí tendenci měl podíl **vlastního kapitálu**, který vzrostl z přibližně 5 % v roce 2011 až na přibližně 13 % v roce 2015. Podíl **časového rozlišení** byl pouze nepatrný a v celém období kolísal. Jednotlivé položky budou podrobněji analyzovány na dalších stranách této diplomové práce.



Graf 3: Vertikální struktura pasiv v letech 2011 až 2015¹⁴⁴

¹⁴³ Vlastní vypracování podle interních materiálů družstva.

¹⁴⁴ Vlastní vypracování podle interních materiálů družstva.

V další tabulce je uvedena struktura vlastního kapitálu.

Tabulka 11: Struktura vlastního kapitálu v letech 2011 až 2015 (v tis. Kč)¹⁴⁵

Vlastní kapitál	Rok				
	2011	2012	2013	2014	2015
Základní kapitál	2 550	2 550	2 300	2 300	2 200
Kapitálové fondy	16 393	17 723	0	5 359	7 230
Fondy ze zisku	18 241	18 229	24 963	22 693	26 473
Výsledek hospodaření minulých let	-37 489	-26 508	-6 584	-2 009	0
Výsledek hospodaření běžného účetního období	10 981	5 081	4 575	4 721	-1 099
Celkem	10 676	17 075	25 254	33 064	34 804

Nejvyšší podíl na vlastním kapitálu měly v celém sledovaném období **fondy ze zisku** a **kapitálové fondy**. Klesající tendenci měl podíl **základního kapitálu**, a to z důvodu snížení počtu členů družstva. Do struktury vlastního kapitálu velmi významně zasáhla položka **výsledek hospodaření minulých let**, kde byla soustředěna výrazná ztráta vzniklá ztrátovým prodejem akcií Mrazíren Brtnice, a. s. v roce 2010. Podíl **výsledku hospodaření běžného účetního období** měl v celém sledovaném období klesající tendenci.

V další tabulce bude analyzována struktura cizích zdrojů.

Tabulka 12: Struktura cizích zdrojů v letech 2011 až 2015 (v tis. Kč)¹⁴⁶

Cizí zdroje	Rok				
	2011	2012	2013	2014	2015
Rezervy	2 226	416	0	204	0
Dlouhodobé závazky	122 226	126 358	118 315	111 310	104 800
Krátkodobé závazky	33 639	36 878	29 392	28 520	32 118
Bankovní úvěry a výpomoci	54 263	82 800	95 702	94 776	89 796
Celkem	212 354	246 452	243 409	234 810	226 714

Nejvýznamnější položkou cizích zdrojů byly **dlouhodobé závazky**. Jejich podíl měl klesající tendenci, z původních přibližně 58 % klesl až na přibližně 46 %. Řadíme sem jiné závazky (patří sem dlouhodobé závazky vůči vlastníkům majetkových podílů,

¹⁴⁵ Vlastní vypracování podle interních materiálů družstva.

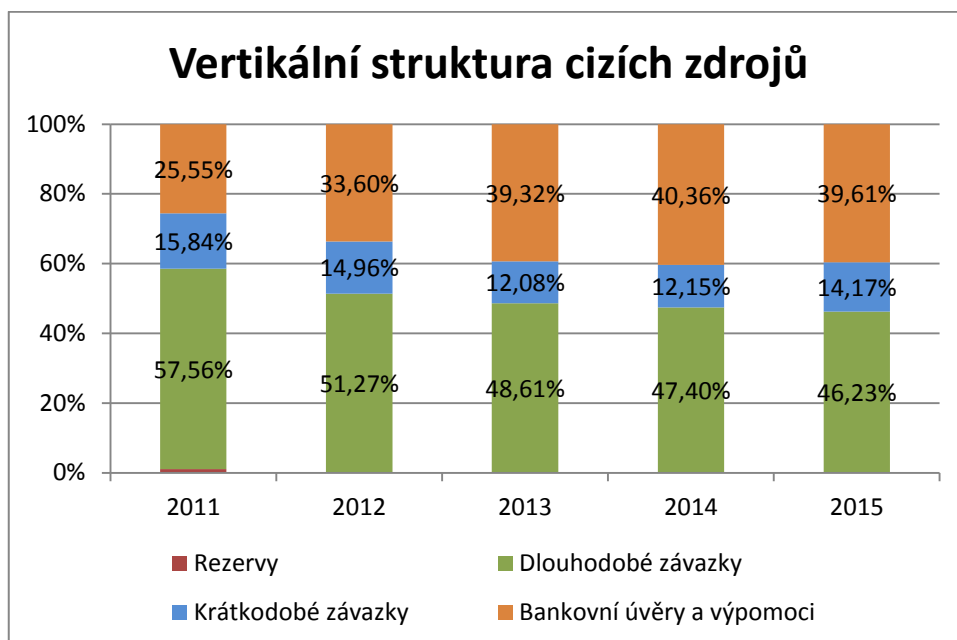
¹⁴⁶ Vlastní vypracování podle interních materiálů družstva.

jejichž splácení je smluvně rozloženo na 200 let, výjimečně i 10 a 20 let), odložený daňový závazek a závazky z obchodních vztahů.

Podíl **bankovních úvěrů a výpomocí** se pohyboval v pásmu 26 až 40 %. Patří sem zejména dlouhodobé bankovní úvěry a menší podíl zde mají i krátkodobé bankovní úvěry.

Krátkodobé závazky se na celkovém součtu cizích zdrojů v jednotlivých letech podílely 12 až 16 %. Nejvýznamnějšími položkami, které sem řadíme, byly závazky z obchodních vztahů, závazky ke společníkům a zaměstnancům.

Naopak podíl **rezerv** byl v celém sledovaném období nejnižší a nikdy nepřesáhl 1 %.



Graf 4: Vertikální struktura cizích zdrojů v letech 2011 až 2015¹⁴⁷

¹⁴⁷ Vlastní vypracování podle interních materiálů družstva.

3.3.1.4 Horizontální analýza pasiv

V rámci horizontální analýzy pasiv jsou zkoumány meziroční změny jednotlivých položek aktiv. Jednotlivé rozdíly oproti předchozím rokům jsou uvedeny v následující tabulce.

Tabulka 13: Horizontální analýza pasiv v letech 2011 až 2015¹⁴⁸

Pasiva	Změna položky v daném období							
	2011/2012		2012/2013		2013/2014		2014/2015	
	tis. Kč	%	tis. Kč	%	tis. Kč	%	tis. Kč	%
Vlastní kapitál	6 399	59,94	8 179	47,90	7 810	30,93	1 740	5,26
Základní kapitál	0	0,00	-250	-9,80	0	0,00	-100	-4,35
Kapitálové fondy	1 330	8,11	-17 723	-100,00	5 359	0,00	1 871	34,91
Fondy ze zisku	-12	-0,07	6 734	36,94	-2 270	-9,09	3 780	16,66
Výsledek hospodaření minulých let	10 981	-29,29	19 924	-75,16	4 575	-69,49	2 009	-100,00
Výsledek hospodaření běžného účetního období	-5 900	-53,73	-506	-9,96	146	3,19	-5 820	-123,28
Cizí zdroje	34 098	16,06	-3 043	-1,23	-8 599	-3,53	-8 096	-3,45
Rezervy	-1 810	-81,31	-416	-100,00	204	0,00	-204	-100,00
Dlouhodobé závazky	4 132	3,38	-8 043	-6,37	-7 005	-5,92	-6 510	-5,85
Krátkodobé závazky	3 239	9,63	-7 486	-20,30	-872	-2,97	3 598	12,62
Bankovní úvěry a výpomoci	28 537	52,59	12 902	15,58	-926	-0,97	-4 980	-5,25
Časové rozlišení	5	4,81	372	341,28	-210	-43,66	-82	-30,26
Celkem	40 502	18,15	5 508	2,09	-999	-0,37	-6 438	-2,40

Vývoj **celkových pasiv** je shodný s vývojem celkových aktiv v kapitole 3.3.1.2.

Vlastní kapitál měl v celém sledovaném období rostoucí tendenci, mezi lety 2011 a 2012 vzrostl dokonce o téměř 60 %. Největší vliv na tuto skutečnost mělo postupné rozpouštění položky výsledek hospodaření minulých let.

¹⁴⁸ Vlastní vypracování podle interních materiálů družstva.

Výše **cizích zdrojů** v porovnání mezi lety 2011 a 2012 vzrostla o 16 % a poté každoročně klesala o jednotky procent. Jejich výši nejvíce ovlivňovaly položky bankovních úvěrů a výpomocí a dlouhodobé závazky.

Položka **časového rozlišení** v celém sledovaném období výrazně kolísala (například mezi lety 2012 a 2013 nárůst o 340 %).

3.3.1.5 Analýza výkazu zisku a ztráty

V následující tabulce budou analyzovány vybrané položky výkazu zisku a ztráty.

Tabulka 14: Struktura vybraných položek výkazu zisku a ztráty v letech 2011 až 2015 (v tis. Kč)¹⁴⁹

Výkaz zisku a ztráty	Rok				
	2011	2012	2013	2014	2015
Výkony	93 722	103 539	109 875	116 742	97 820
Výkonová spotřeba	60 713	71 712	77 590	80 963	68 225
Osobní náklady	20 937	24 131	27 147	27 934	25 699
Provozní výsledek hospodaření	16 240	10 232	9 060	9 671	2 754
Finanční výsledek hospodaření	-2 653	-3 745	-3 828	-3 717	-3 396
Výsledek hospodaření před zdaněním	13 587	6 487	5 232	5 954	-642
Výsledek hospodaření za účetní období	10 981	5 081	4 575	4 721	-1 099

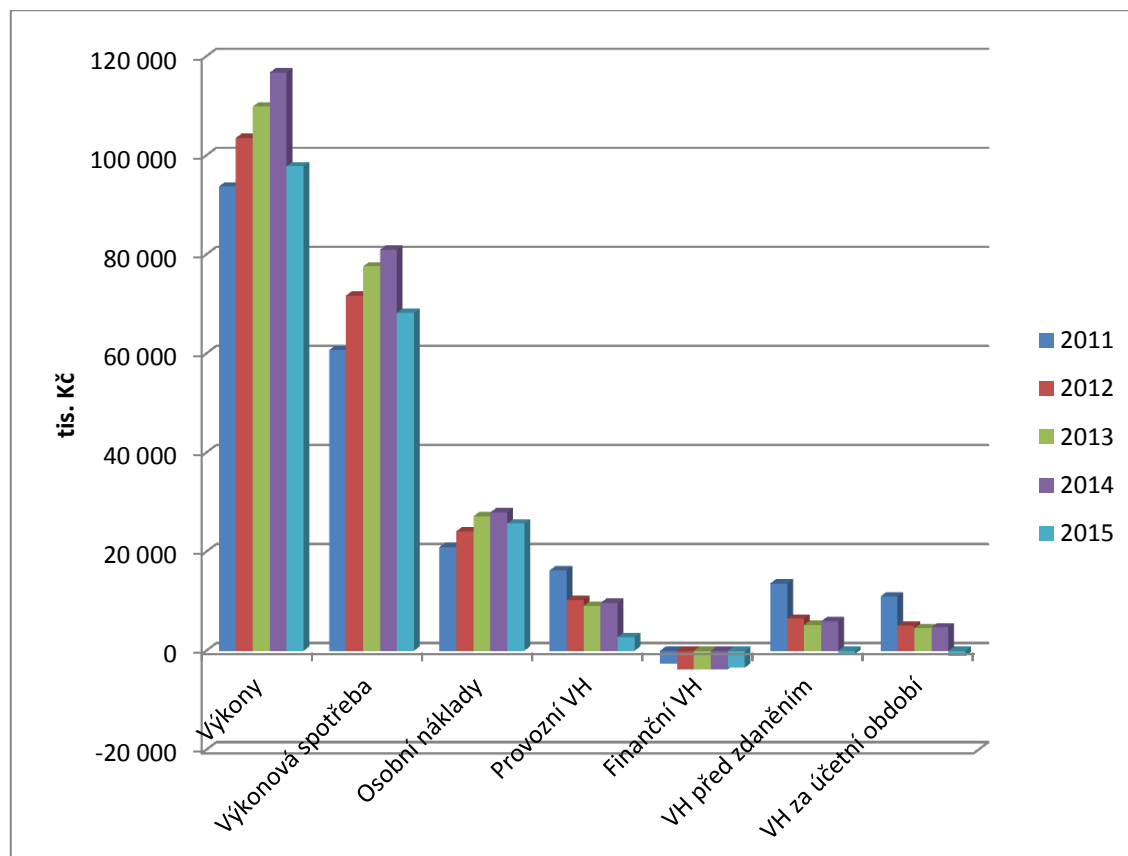
Položka **výkonů** v prvních čtyřech letech sledovaného období rostla a poté nastal v roce 2015 pokles. Ten byl zapříčiněn zejména poklesem cen u nejdůležitějších tržních komodit (tj. mléka a vepřového masa) a také průměrnou produkcí rostlinné výroby (příčinou bylo srážkově podprůměrné a teplotně nadprůměrné počasí v době vegetace). Stejný trend jako výkony vykazovaly i položky **výkonová spotřeba** a **osobní náklady**.

Provozní výsledek hospodaření byl v celém sledovaném období kladný. Nejvyšší hodnoty dosáhl v roce 2011 a poté již jenom klesal (jedinou výjimkou byl rok 2014, kdy nastal oproti předchozímu roku mírný nárůst).

Naopak **finanční výsledek hospodaření** se v celém sledovaném období držel v záporných hodnotách, a to zejména kvůli nákladovým úrokům.

¹⁴⁹ Vlastní vypracování podle interních materiálů družstva.

Položky **výsledek hospodaření před zdaněním** a **výsledek hospodaření za účetní období** jsou spolu úzce provázány, a proto se držely stejného trendu. V prvních třech letech sledovaného období měly klesající tendenci. V roce 2014 nastal mírný nárůst a hned v dalším roce se obě položky dostaly dokonce do záporných hodnot (družstvo vykázalo ztrátu).



Graf 5: Vybrané položky výkazu zisku a ztráty v letech 2011 až 2015¹⁵⁰

3.3.2 Rozdílové ukazatele

V rámci rozdílových ukazatelů bude analyzován čistý pracovní kapitál. Ten měří velikost relativně volné částky kapitálu, která není vázána na krátkodobé závazky. Je nutný k zajištění potřebné míry likvidity. Výše čistého pracovního kapitálu v jednotlivých letech je uvedena v následující tabulce.

¹⁵⁰ Vlastní vypracování podle interních materiálů družstva.

Tabulka 15: Čistý pracovní kapitál v letech 2011 až 2015 (v tis. Kč)¹⁵¹

Ukazatel	Rok				
	2011	2012	2013	2014	2015
Čistý pracovní kapitál	38 785	33 035	34 387	43 986	44 063

Čistý pracovní kapitál dosahoval v celém sledovaném období kladných hodnot, což je pro podnik příznivé. Jeho výše byla nejnižší v roce 2012, kdy dosahovala přibližně 33 milionů Kč a poté každoročně rostla až na hodnotu přibližně 44 milionů Kč v roce 2015.

3.3.3 Poměrové ukazatele

V kapitole věnované poměrovým ukazatelům budou nejprve analyzovány ukazatele rentability, aktivity, zadluženosti a nakonec ukazatele likvidity.

3.3.3.1 Ukazatele rentability

Z ukazatelů rentability budou analyzovány rentabilita aktiv (ROA), rentabilita vlastního kapitálu (ROE), rentabilita tržeb (ROS) a rentabilita dlouhodobě investovaného kapitálu (ROCE). Vypočtené hodnoty těchto ukazatelů jsou znázorněny v následující tabulce.

Tabulka 16: Ukazatele rentability v letech 2011 až 2015 (v %)¹⁵²

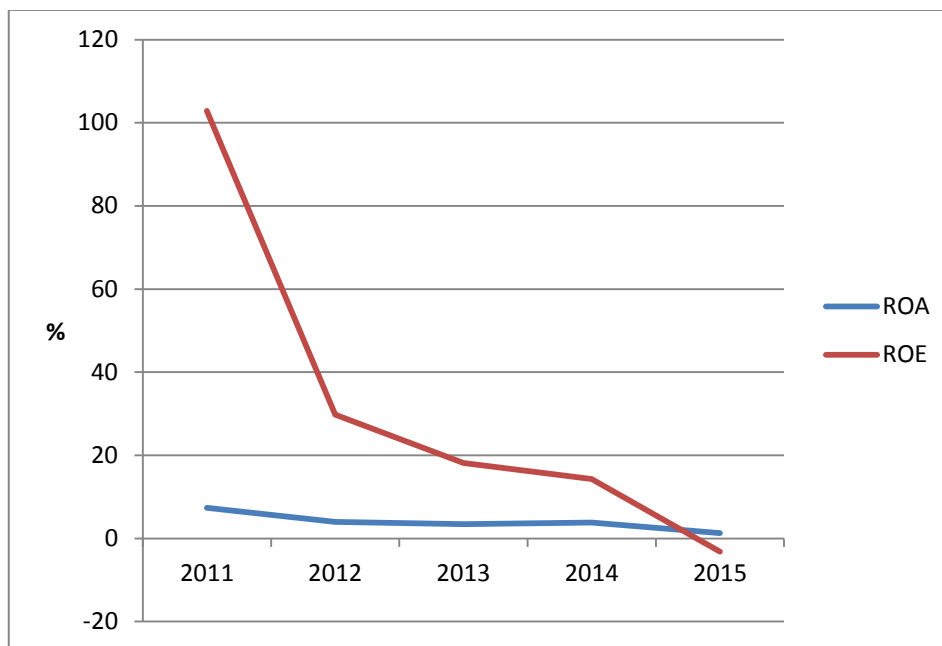
Ukazatel	Rok				
	2011	2012	2013	2014	2015
ROA – rentabilita aktiv	7,35	3,99	3,41	3,84	1,28
ROE – rentabilita vlastního kapitálu	102,85	29,76	18,12	14,28	-3,16
ROS – rentabilita tržeb	13,36	5,11	4,59	4,72	-1,17
ROCE – rentabilita dlouhodobě investovaného kapitálu	9,19	4,86	4,13	4,67	1,62

V prvních čtyřech letech sledovaného období byl ukazatel ROE vyšší než ukazatel ROA, což značí, že družstvo využívalo efektivně cizí zdroje. Problém nastal v roce 2015, kdy se ukazatele ROE a ROS propadly do záporných hodnot, a to kvůli tomu, že družstvo vykázalo ztrátu. Ta byla zapříčiněna zejména poklesem cen nejdůležitějších

¹⁵¹ Vlastní vypracování podle interních materiálů družstva.

¹⁵² Vlastní vypracování podle interních materiálů družstva.

tržních komodit (mléka a vepřového masa) a také průměrnou produkcí rostlinné výroby z důvodu srážkově podprůměrného a teplotně nadprůměrného počasí v období vegetace. U všech ukazatelů rentability platí, že čím vyšších hodnot ukazatel nabývá, tím vyšší má podnik schopnost vytvářet nové zdroje. Z tohoto hlediska byl u všech ukazatelů nejlepší rok 2011. Naopak nejhorších hodnot nabývají všechny ukazatele v roce 2015.



Graf 6: Porovnání ukazatelů ROA a ROE v letech 2011 až 2015¹⁵³

3.3.3.2 Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity odpovídají na otázku, jak podnik hospodaří s aktivy a jejich jednotlivými složkami. Řadíme sem obrat celkových aktiv, dobu obratu aktiv, dobu obratu zásob a dobu obratu závazků a pohledávek. Výši jednotlivých ukazatelů ve sledovaném období můžete vidět v následující tabulce.

¹⁵³ Vlastní vypracování podle interních materiálů družstva.

Tabulka 17: Ukazatele aktivity v letech 2011 až 2015¹⁵⁴

Ukazatel	Rok				
	2011	2012	2013	2014	2015
Obrat celkových aktiv	0,37	0,38	0,37	0,37	0,36
Doba obratu aktiv (dny)	977,61	954,94	972,79	965,87	1001,04
Doba obratu zásob (dny)	217,82	165,05	170,57	193,60	201,41
Doba obratu závazků (dny)	147,38	133,58	106,23	102,73	122,85
Doba obratu pohledávek (dny)	97,85	66,92	46,33	51,50	63,52

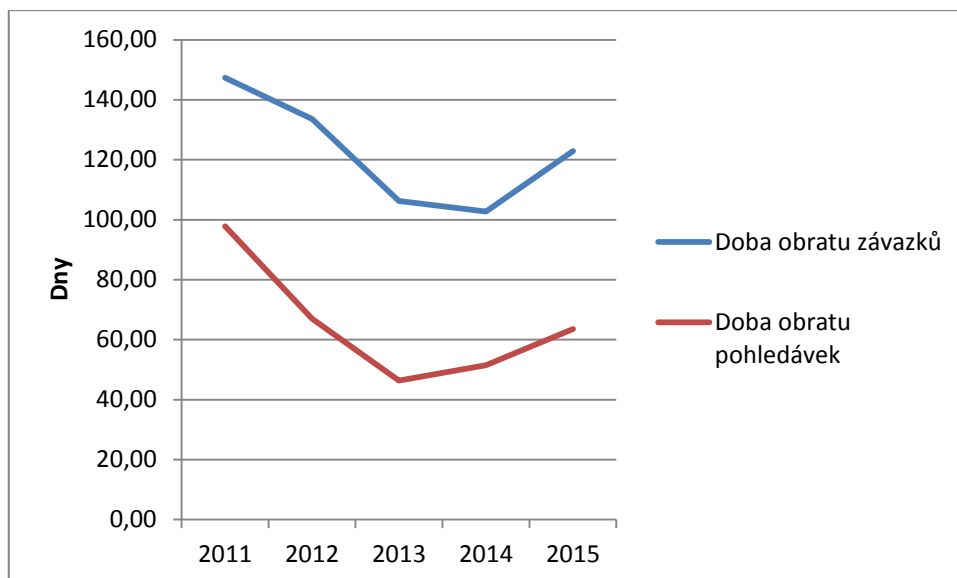
Obrat celkových aktiv se v celém sledovaném období pohyboval v rozmezí 0,36 až 0,38. Hodnota ukazatele by však měla být co nejvyšší, minimálně rovna jedné. To družstvo nesplnilo ani v jednom roce. Znamená to neúměrnou majetkovou vybavenost podniku a neefektivní využití tohoto majetku.

Doba obratu aktiv dosahovala v celém sledovaném období velmi vysokých hodnot (více než 900 dní, tedy téměř 3 roky). U tohoto ukazatele platí, že čím nižších hodnot dosahuje, tím lépe.

Také ukazatel **doby obratu zásob** nabýval vysokých hodnot a v celém sledovaném období se držel v pásmu 165 až 218 dní. Znamená to vázanost finančních prostředků ve formě zásob a jejich neefektivní využití.

Hodnota ukazatele **doby obratu závazků** byla v celém sledovaném období vyšší než hodnota ukazatele **doby obratu pohledávek**. Nebyla tak narušena finanční rovnováha v družstvu. Problém by nastal v případě, kdy by byla doba obratu pohledávek vyšší než doba obratu závazků.

¹⁵⁴ Vlastní zpracování podle interních materiálů družstva.



Graf 7: Porovnání doby obratu závazků a pohledávek v letech 2011 až 2015¹⁵⁵

3.3.3.3 Ukazatele zadluženosti

V rámci ukazatelů zadluženosti bude zkoumána celková zadluženost a úrokové krytí. Vypočtené hodnoty těchto ukazatelů ve sledovaném období jsou uvedeny v následující tabulce.

Tabulka 18: Ukazatele zadluženosti v letech 2011 až 2015¹⁵⁶

Ukazatel	Rok				
	2011	2012	2013	2014	2015
Celková zadluženost (v %)	95,17	93,48	90,44	87,57	86,63
Úrokové krytí	5,83	2,61	2,32	2,37	0,84

Celková zadluženost udává podíl celkových závazků k celkovým aktivům. Je nutno mít na paměti, že zadluženost není sama o sobě negativním jevem, neboť není nezbytné, aby podnik využíval k financování pouze vlastní kapitál. Zadluženost AGRO družstva vlastníků Puklice se v celém sledovaném období pohybovala na vysoké úrovni. Postupně však klesala z přibližně 95 % v roce 2011 až na téměř 87 % v roce 2015. Je však důležité podotknout, že velký vliv na zadluženost měly dlouhodobé závazky vůči vlastníkům majetkových podílů, jejichž splácení je smluvně rozloženo na 200 let (výjimečně i 10 a 20 let).

¹⁵⁵ Vlastní vypracování podle interních materiálů družstva.

¹⁵⁶ Vlastní vypracování podle interních materiálů družstva.

Doporučená hodnota ukazatele **úrokového krytí** je vyšší než 1, nejlépe více než 3. Tento ukazatel udává, kolikrát je zisk vyšší než nákladové úroky. Hodnoty tohoto ukazatele měly v celém sledovaném období klesající tendenci (kromě roku 2014, kdy nastal mírný nárůst). V roce 2015 hodnota dokonce poklesla pod hodnotu 1, což je varovný signál zapříčiněný ztrátou vykázanou v daném roce.

3.3.3.4 Ukazatele likvidity

Likvidita je zcela zásadní pro platební schopnost podniku. Mezi ukazatele likvidity řadíme běžnou, pohotovou a okamžitou likviditu. Vypočtené hodnoty jednotlivých likvidit ve sledovaném období jsou uvedeny v následující tabulce.

Tabulka 19: Ukazatele likvidity v letech 2011 až 2015¹⁵⁷

Ukazatel	Rok				
	2011	2012	2013	2014	2015
Běžná likvidita	2,15	1,90	2,17	2,54	2,37
Pohotová likvidita	0,68	0,66	0,56	0,66	0,73
Okamžitá likvidita	0,01	0,15	0,13	0,15	0,21

Doporučené hodnoty ukazatele **běžné likvidity** jsou v rozmezí 1,5 až 2,5. Mimo toto pásmo se hodnota ukazatele dostala pouze v roce 2014, avšak pouze nepatrně.

Pohotová likvidita by se měla pohybovat v pásmu 1,0 až 1,5. Hodnoty se v celém sledovaném období pohybovaly pod tímto pásmem a hrozilo tedy riziko platební neschopnosti.

Okamžitá likvidita by měla nabývat hodnoty minimálně 0,2. Hodnoty se však v prvních čtyřech letech sledovaného období pohybovaly pod touto hranicí. Až v roce 2015 byla tato hranice překonána.

3.3.4 Soustavy ukazatelů

V analýze soustav ukazatelů bude finanční situace podniku posouzena podle dvou vybraných soustav ukazatelů, a to podle modifikace Altmanova indexu (Z-skóre) pro podniky, jejichž akcie nejsou obchodované na kapitálovém trhu a indexu finanční

¹⁵⁷ Vlastní vypracování podle interních materiálů družstva.

důvěryhodnosti IN05. Nutno podotknout, že analýza soustavy ukazatelů má pouze orientační charakter. Podrobný výpočet obou soustav ukazatelů je v přílohách 5 a 6.

Tabulka 20: Vybrané soustavy ukazatelů v letech 2011 až 2015¹⁵⁸

Soustava ukazatelů	Rok				
	2011	2012	2013	2014	2015
Altmanův index (Z-skóre)	0,74	0,66	0,63	0,70	0,59
Index IN05	0,88	0,62	0,57	0,61	0,44

Pokud v **Altmanově indexu (Z-skóre)** vyjde hodnota nižší než 1,2, znamená to vysokou pravděpodobnost bankrotu. Zemědělské družstvo se v celém sledovaném období pohybovalo pod touto hranicí. Největší vliv na tento vývoj měl klesající trend hodnoty zisku před zdaněním a nákladovými úroky. Ostatní části ukazatele, do jejichž výpočtu hodnota zisku nevstupovala, se držely v celém sledovaném období na stabilní úrovni. Pro potřeby výpočtu Altmanova indexu bylo místo tržní hodnoty vlastního kapitálu počítáno s vlastním kapitálem zjištěným z rozvahy.

Stejně tak v **Indexu IN 05**, pokud je výsledná hodnota nižší než 0,9, značí to finanční problémy podniku. Zemědělské družstvo se v celém sledovaném období pohybovalo pod touto hranicí. Stejně jako u Altmanova indexu, i na poklesu tohoto ukazatele se nejvíce podílel pokles hodnoty zisku před zdaněním a nákladovými úroky. Ostatní části ukazatele, kam tato hodnota nevstupovala, byly po celé sledované období na stabilní úrovni.

3.3.5 Hodnocení finanční analýzy

Celková výše aktiv měla v prvních třech letech sledovaného období (2011 až 2013) rostoucí tendenci, v posledních dvou letech klesala. Příčinou byly zejména odpisy dlouhodobého majetku. Celková výše aktiv byla ovlivňována nejvíce dlouhodobým majetkem, konkrétně dlouhodobým hmotným majetkem, který udával trend celkové výši aktiv a měl na ní nejvyšší podíl (67 až 75 %).

Z hlediska kapitálové struktury byly nejvýznamnější položkou cizí zdroje. Jejich podíl na celkových pasivech se v celém sledovaném období pohyboval v rozmezí 87 až 95 %

¹⁵⁸ Vlastní vypracování podle interních materiálů družstva.

a měl stále klesající tendenci. Nejvýznamněji se na cizích zdrojích podílely dlouhodobé závazky a bankovní úvěry a výpomoci. Podíl vlastního kapitálu na celkových pasivech se postupně zvýšil z 5 % až na 13 %. Do struktury vlastního kapitálu nejvíce zasáhla položka výsledek hospodaření minulých let, kde byla soustředěna výrazná ztráta vzniklá ztrátovým prodejem akcií Mrazíren Brtnice, a. s. v roce 2010.

Výsledek hospodaření měl v prvních třech letech sledovaného období klesající tendenci. V roce 2014 nastal mírný nárůst a hned v dalším roce družstvo vykázalo ztrátu. Ta byla zapříčiněna zejména poklesem cen nejdůležitějších tržních komodit (mléka a vepřového masa) a také průměrnou produkcí rostlinné výroby (příčinou bylo srážkově podprůměrné a teplotně nadprůměrné počasí v době vegetace).

Čistý pracovní kapitál dosahoval v celém sledovaném období kladných hodnot, což je pro podnik příznivé. Jeho výše nejprve klesla a poté v posledních třech letech sledovaného období (2013 až 2015) každoročně rostla.

Ukazatele rentability (ROA, ROE, ROS a ROCE) měly klesající tendenci. Nejlepších výsledků dosáhlo družstvo v roce 2011 a nejhorších v roce 2015, kdy se ukazatele ROE a ROS dostaly dokonce do záporných hodnot.

Celková zadluženost v celém sledovaném období klesala, z 95 % v roce 2011 postupně klesla až na 87 % v roce 2015. Zadluženost se tedy pohybovala na vysoké úrovni. Velký podíl na dlouhodobých závazcích měly závazky vůči vlastníkům majetkových podílů, jejichž splácení je smluvně rozloženo na 200 let (výjimečně i 10 a 20 let). K ukazatelům zadluženosti je nutno zmínit, že se majetek družstva zařazuje do užívání v pořizovací hodnotě bez dotací, a proto je jeho skutečná hodnota vyšší. Banky při poskytování úvěrů počítají maximální zadluženost tak, že odpisy sečtou s nákladovými úroky a ziskem po zdanění a tento výsledek vynásobí koeficientem 5. Podle tohoto ukazatele je na tom družstvo dobře a banky mu tedy bez potíží poskytují další úvěry.¹⁵⁹ Ukazatel úrokového krytí se v prvních čtyřech letech sledovaného období držel nad hranicí 1, avšak doporučenou hodnotu 3 překročil pouze v roce 2011. V posledním roce sledovaného období dokonce poklesl pod 1, což je varovným signálem.

¹⁵⁹ VAŠOUREK, K. *Interview*. Puklice 94. 3.4.2017.

Na možné problémy upozornily ukazatele likvidity. Běžná likvidita se pohybovala v pásmu doporučených hodnot. Pohotová likvidita se pohybovala v celém sledovaném období pod pásmem doporučených hodnot a bylo zde riziko platební neschopnosti. Okamžitá likvidita nabývala v prvních čtyřech letech sledovaného období hodnot pod doporučenou hodnotou, která byla překonána až v roce 2015. Slabinou ukazatelů likvidity je, že ukazují likviditu ke konkrétnímu datu a nezohledňují vývoj likvidity během konkrétního období.

V analýze soustav ukazatelů byl využit Altmanův index (Z-skóre) a Index IN05. Obě soustavy ukazatelů poskytují pouze výsledky, které mají orientační charakter. V celém sledovaném období obě soustavy ukazovaly na možné finanční problémy a velké nebezpečí bankrotu.

Celkově je možno konstatovat, že družstvu hrozí vážné finanční problémy. Je však nutno dodat, že i přes vysokou zadluženost má družstvo dobrou platební morálku a je schopno úvěry splácet. Klíčové bude zejména období, než se podaří nastartovat uvažované efekty z investice do nové porodny prasat ve Střížově. Při té příležitosti družstvo opustí chov českého bílého ušlechtilého plemena a přejde na dánskou genetiku (plemeno DanBred). V tomto přechodném období dojde k dočasnému výpadku příjmů z prodeje vepřového masa a družstvo se tak dostává na hranu podnikatelského rizika. Důležitý bude také vývoj cen mléka a vepřového masa. Družstvo se v nejbližších letech zaměří zejména na splácení úvěrů a nákup pozemků. Hlavní část úvěrů by měla být splacena v roce 2022.¹⁶⁰

¹⁶⁰ VAŠOUREK, K. *Interview*. Puklice 94. 3.4.2017.

4 VLASTNÍ NÁVRHY ŘEŠENÍ

V této části diplomové práce bude provedeno samotné ocenění společnosti AGRO družstvo vlastníků Puklice k 1. lednu 2016. Hodnota bude stanovena pro potřeby managementu podniku. Nejprve bude vypočítán odhad hodnoty podniku účetní metodou. Následovat bude předběžné ocenění pomocí generátorů hodnoty. Dále bude hodnota podniku vypočtena pomocí metody DCF entity. Tato metoda se jeví jako nejvhodnější z hlediska druhu podniku a cíle, kterého má být dosaženo. Navíc se očekává se neomezené trvání činnosti podniku. V poslední podkapitole této části budou jednotlivé výsledky shrnuty.

4.1 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná

Pro další využití v následujících podkapitolách bude vypočítán provozně nutný investovaný kapitál a korigovaný výsledek hospodaření.

Při oceňování podniku platí vždy zásada, že pokud je to možné, měla by se aktiva oceňovaného podniku rozdělit na provozně potřebná a nepotřebná. Stejně tak se musí vypočítat korigovaný výsledek hospodaření, do kterého se zahrnuje pouze výsledek hospodaření generovaný provozně nutným majetkem.¹⁶¹

Po konzultaci s vedením podniku jsem se rozhodl zařadit mezi provozně nepotřebná aktiva kejdové hospodářství ve Střížově (v hodnotě 15 mil. Kč) a asfaltové komunikace v jednotlivých areálech družstva (hodnota 2 mil. Kč). Toto rozdělení navíc uznávají i banky při poskytování úvěrů družstvu, proto se jím budu při oceňování řídit.¹⁶²

4.1.1 Provozně nutný investovaný kapitál

V této podkapitole bude vypočítán provozně nutný (potřebný) investovaný kapitál.

Družstvo nevykazuje žádný dlouhodobý nehmotný majetek, proto bude nejprve od položky dlouhodobý hmotný majetek (zjištěno z rozvahy) odečten dlouhodobý

¹⁶¹ MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*, s. 118-119.

¹⁶² VAŠOUREK, K. *Interview*. Puklice 94. 3.4.2017.

hmotný majetek provozně nepotřebný (nenutný). Výsledkem bude dlouhodobý majetek provozně nutný.

V dalším kroku budou sečteny zásoby (celá jejich výše je považována za provozně nutnou), pohledávky (všechny souvisí s hlavní činností družstva, proto jsou také považovány za provozně nutné), provozně nutné peníze a ostatní aktiva (časové rozlišení aktivní). Odečteny budou krátkodobé závazky a ostatní pasiva (časové rozlišení pasivní). Vyjde pracovní kapitál provozně nutný.

V posledním kroku výpočtu bude sečten provozně nutný dlouhodobý majetek a pracovní kapitál provozně nutný a vyjde investovaný kapitál provozně nutný.

Co se týká krátkodobého finančního majetku, doporučuje se okamžitá likvidita do hodnoty 0,2.¹⁶³ Družstvo se v celém sledovaném období drželo pod touto hranicí, pouze v roce 2015 ji zanedbatelně přesáhlo, ale přesto celou výši tohoto majetku považuje za provozně nutnou.

Tabulka 21: Provozně nutný investovaný kapitál v letech 2011 až 2015 (v tis. Kč)¹⁶⁴

Položka	Rok				
	2011	2012	2013	2014	2015
+ Dlouhodobý hmotný majetek	150 338	192 062	202 011	195 135	185 080
- Dlouhodobý majetek provozně nepotřebný	0	0	17 000	16 150	15 300
Dlouhodobý majetek provozně nutný	150 338	192 062	185 011	178 985	169 780
+ Zásoby	49 716	45 565	47 193	53 748	52 655
+ Pohledávky	22 333	18 986	12 817	14 417	16 686
+ Provozně nutné peníze	375	5 362	3 769	4 341	6 840
+ Ostatní aktiva	305	1 593	3 280	430	372
- Krátkodobé závazky	33 639	36 878	29 392	28 520	32 118
- Ostatní pasiva	104	109	481	271	189
Pracovní kapitál provozně nutný	38 986	34 519	37 186	44 145	44 246
Investovaný kapitál provozně nutný	189 324	226 581	222 197	223 130	214 026

¹⁶³ MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*, s. 120-121.

¹⁶⁴ Vlastní vypracování podle interních materiálů družstva.

4.1.2 Korigovaný výsledek hospodaření

Z hodnoty provozního výsledku hospodaření se musí vyloučit náklady a výnosy související s provozně nepotřebným (nenutným) investovaným kapitálem. Výsledkem je korigovaný provozní výsledek hospodaření.

Jak již bylo zmíněno v předchozí části, v případě AGRO družstva vlastníků se za provozně nepotřebný investovaný kapitál považuje kejďové hospodářství ve Střížově a asfaltové komunikace v areálech družstva. Ani jedna z těchto položek negeneruje výnosy, které by ovlivnily provozní výsledek hospodaření. Projevuje se pouze v rámci odpisů, které musíme z tohoto výsledku vyloučit.

Tabulka 22: Korigovaný provozní výsledek hospodaření v letech 2011 až 2015 (v tis. Kč)¹⁶⁵

Položka	Rok				
	2011	2012	2013	2014	2015
Provozní výsledek hospodaření	16 240	10 232	9 060	9 671	2 754
Vyloučení výsledku hospodaření z prodeje majetku	-2 463	-6 778	1 113	-797	935
Vyloučení odpisů provozně nepotřebného majetku	0	0	0	850	850
Korigovaný provozní výsledek hospodaření	13 777	3 454	10 173	9 724	4 539

4.2 Odhad hodnoty podniku účetní metodou

Nyní bude proveden odhad hodnoty společnosti AGRO družstvo vlastníků Puklice pomocí účetní metody. Tato metoda bere v úvahu pořizovací (historické) ceny. Je nutno mít na paměti, že se výsledek může lišit od ekonomické reality, a to zejména u dlouhodobého majetku. Velkou výhodou této metody je velká průkaznost výsledného ocenění. Účetní ocenění má v celém oceňovacím procesu pouze doplňkovou úlohu a slouží zejména jako výchozí informace pro oceňovatele a základna pro posuzování výsledného ocenění.¹⁶⁶

V následující tabulce jsou uvedeny vybrané položky aktiv z rozvahy k 31. prosinci 2015.

¹⁶⁵ Vlastní vypracování podle interních materiálů družstva.

¹⁶⁶ MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*, s. 324.

Tabulka 23: Vybrané položky rozvahy (aktiva) k 31.12.2015¹⁶⁷

Položka rozvahy	Hodnota (v tis. Kč)
A. Pohledávky za upsaný základní kapitál	0
B. Dlouhodobý majetek	185 154
B.I. Dlouhodobý nehmotný majetek	0
B.II. Dlouhodobý hmotný majetek	185 080
B.III. Dlouhodobý finanční majetek	74
C. Oběžná aktiva	76 181
C.I. Zásoby	52 655
C.II. Dlouhodobé pohledávky	80
C.III. Krátkodobé pohledávky	16 606
C.IV. Krátkodobý finanční majetek	6 840
D. Časové rozlišení	372
CELKEM	268 145

V následující tabulce jsou uvedeny vybrané položky pasiv z rozvahy k 31. prosinci 2015.

Tabulka 24: Vybrané položky rozvahy (pasiva) k 31.12.2015¹⁶⁸

Položka rozvahy	Hodnota (v tis. Kč)
B. Cizí zdroje	226 714
B.I. Rezervy	0
B.II. Dlouhodobé závazky	104 800
B.III. Krátkodobé závazky	32 118
B.IV. Bankovní úvěry a výpomoci	89 796
C. Časové rozlišení	189
CELKEM	226 903

Nyní odečteme od položky celkových aktiv položku celkových závazků:

$$268\,145\,000 - 226\,903\,000 = \mathbf{41\,242\,000\,Kč}$$

Výsledná hodnota společnosti AGRO družstvo vlastníků vypočtená účetní metodou k 1. lednu 2016 je tedy 41 242 000 Kč.

¹⁶⁷ Vlastní vypracování podle interních materiálů družstva.

¹⁶⁸ Vlastní vypracování podle interních materiálů družstva.

4.3 Analýza generátorů hodnoty

Generátory hodnoty jsou souhrnem několika základních podnikohospodářských veličin, které určují hodnotu podniku.¹⁶⁹ V následujících podkapitolách budou analyzovány a prognózovány tržby, marže provozního zisku, investice do pracovního kapitálu, investice do dlouhodobého majetku a diskontní míra.

4.3.1 Tržby

Jak již bylo zmíněno v předchozích kapitolách, nejvyšší podíl na tržbách družstva podle údajů z roku 2015 má mléko (41 %), následuje vepřové maso (34 %) a rostlinná výroba (18 %). Ostatní položky se na tržbách podílí pouze nepatrně. Pomocí geometrického průměru bude vypočítáno průměrné tempo růstu tržeb ve sledovaném období.

Vymezení trhu dle klasifikace ekonomických činností CZ-NACE je následující: mléko (01.41 – chov mléčného skotu), vepřové maso (01.46 – chov prasat) a rostlinná výroba (01.11 - pěstování obilovin (kromě rýže), luštěnin a olejnatých semen).

Pro prognózu tržeb budou použity hodnoty poskytnuté ekonomickým oddělením družstva. V prognóze tržeb je zohledněn výpadek příjmů z prodeje vepřového masa v roce 2016 (a částečně i v roce 2017), kdy dochází k restrukturalizaci stáda (nové plemeno DanBred). K plné produkci vepřového masa dojde až v roce 2018.

Tabulka 25: Vývoj a prognóza tržeb¹⁷⁰

	Rok	Tržby (v tis. Kč)	Tempo růstu (%)	Prům. růst (%)
Skutečnost	2011	82 168	-	3,45
	2012	99 387	20,96	
	2013	99 602	0,22	
	2014	99 943	0,34	
	2015	94 117	-5,83	
Prognóza	2016	75 000	-20,31	2,77
	2017	95 000	26,67	
	2018	100 000	5,26	
	2019	105 000	5,00	

¹⁶⁹ MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*, s. 125-126.

¹⁷⁰ Vlastní vypracování podle interních materiálů družstva.

4.3.2 Marže provozního zisku

Nyní bude vypočítána provozní zisková marže, která vyjadřuje poměr korigovaného provozního výsledku hospodaření (před odpisy) a tržeb. Bude využita metoda shora, neboť je tento způsob výpočtu považován za základní.¹⁷¹ Ve výpočtu bude využit korigovaný výsledek hospodaření vypočítaný v kapitole 4.1.2 upravený o odpisy.

Tabulka 26: Marže provozního zisku¹⁷²

	Rok	Korigovaný provozní výsledek hospodaření před odpisy (v tis. Kč)	Zisková marže (%)	Prům. růst (%)
Skutečnost	2011	26 286	31,99	4,28
	2012	21 805	21,94	
	2013	33 794	33,93	
	2014	35 204	35,22	
	2015	31 084	33,03	
Prognóza	2016	22 850	30,47	5,25
	2017	26 050	27,42	
	2018	38 150	38,15	
	2019	38 150	36,33	

Průměrné tempo růstu korigovaného výsledku hospodaření před odpisy vypočítané pomocí geometrického průměru v letech 2011 až 2015 činilo 4,28 %. Průměrná hodnota ziskové marže za stejné období byla 31,22 %.

Průměrné prognózované tempo růstu korigovaného výsledku hospodaření před odpisy vypočítané pomocí geometrického průměru v letech 2016 až 2019 činí 5,25 %. Průměrná hodnota ziskové marže za stejné období je 33,09 %.

4.3.3 Investice do pracovního kapitálu

Dalším generátorem hodnoty jsou investice do pracovního kapitálu. V jeho výpočtu bude využit pracovní kapitál provozně nutný vypočítaný v kapitole 4.1.1. Koeficient

¹⁷¹ MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*, s. 127-129.

¹⁷² Vlastní vypracování podle interních materiálů družstva.

průměrné náročnosti růstu tržeb na pracovní kapitál bude vypočítán jako podíl přírůstku pracovního kapitálu provozně nutného a přírůstku tržeb.

Tabulka 27: Analýza koeficientu náročnosti růstu tržeb na pracovní kapitál (v tis. Kč)¹⁷³

Položka	Rok				
	2011	2012	2013	2014	2015
Pracovní kapitál provozně nutný	38 986	34 519	37 186	44 145	44 246
Tržby	82 168	99 387	99 602	99 943	94 117
k_{we}	44,02 %				

Abychom mohli predikovat náročnost růstu tržeb na pracovní kapitál pro období 2016 až 2019, musíme nejprve provést analýzu a prognózu ukazatelů aktivity. Při analýze budou využita data vypočítaná v kapitole věnující se finanční analýze družstva. Při prognóze budou využita data poskytnutá ekonomickým oddělením družstva. Kvůli výpadku tržeb z vepřového masa v roce 2016 a 2017 dojde k dočasnému zvýšení těchto ukazatelů, které však budou následně klesat.

Tabulka 28: Analýza a prognóza ukazatelů aktivity¹⁷⁴

	Rok	Doba obratu zásob (dny)	Doba obratu pohledávek (dny)	Doba obratu závazků (dny)
Skutečnost	2011	217,82	97,85	147,38
	2012	165,05	66,92	133,58
	2013	170,57	46,33	106,23
	2014	193,60	51,50	102,73
	2015	201,41	63,52	122,85
Prognóza	2016	238,27	87,31	145,58
	2017	176,97	68,10	107,81
	2018	172,80	68,29	95,40
	2019	166,97	69,50	85,71

Nyní bude podle stejného postupu vypočten prognózovaný pracovní kapitál provozně nutný na období 2016 až 2019 a následně bude určen koeficient náročnosti růstu tržeb na pracovní kapitál.

¹⁷³ Vlastní vypracování podle interních materiálů družstva.

¹⁷⁴ Vlastní vypracování podle interních materiálů družstva.

Tabulka 29: Prognóza koeficientu náročnosti růstu tržeb na pracovní kapitál (v tis. Kč)¹⁷⁵

Položka	Rok			
	2016	2017	2018	2019
+ Zásoby	49 640	46 700	48 000	48 700
+ Pohledávky	18 190	17 970	18 970	20 270
+ Provozně nutné peníze	1 120	1 050	2 050	2 050
+ Ostatní aktiva	600	550	600	600
- Krátkodobé závazky	30 330	28 450	26 500	25 000
- Ostatní pasiva	150	150	200	200
Pracovní kapitál provozně nutný	39 070	37 670	42 920	46 420
Tržby	75 000	95 000	100 000	105 000
k_{wc}	19,98 %			

4.3.4 Investice do dlouhodobého majetku

Nyní bude vyjádřen další generátor hodnoty, a to investice do dlouhodobého majetku. Hodnoty dlouhodobého majetku budou čerpány z kapitoly 4.1.1, investice netto budou představovat změnu stavu majetku a investice brutto budou součtem investic netto a odpisů.

Budoucí hodnoty budou sestaveny na základě podkladů poskytnutých ekonomickým oddělením družstva.

Nakonec bude vypočítán koeficient investiční náročnosti růstu tržeb na růst investičního majetku (součet investic netto za dané období děleno celkový přírůstek tržeb).¹⁷⁶

¹⁷⁵ Vlastní vypracování podle interních materiálů družstva.

¹⁷⁶ MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*, s. 143.

Tabulka 30: Koefficient náročnosti růstu tržeb na růst investičního majetku (v tis. Kč)¹⁷⁷

	Rok	Dlouhodobý majetek	Investice netto	Investice brutto	Koefficient náročnosti růstu tržeb na růst investičního majetku (%)
Skutečnost	2011	150 338	-	-	162,71
	2012	192 062	41 724	60 075	
	2013	185 011	-7 051	16 570	
	2014	178 985	-6 026	19 454	
	2015	169 780	-9 205	17 340	
Prognóza	2016	193 850	24 070	50 070	-69,19
	2017	178 550	-15 300	9 700	
	2018	168 900	-9 650	14 350	
	2019	162 250	-6 650	18 350	

4.3.5 Rentabilita provozně nutného investovaného kapitálu

V této podkapitole bude nejprve vypočítáno tempo růstu korigovaného provozního výsledku hospodaření (KPVH) po odpisech a dani. Nejprve je využita hodnota KPVH z kapitoly 4.1.2, od které je odečtena daň (v celém sledovaném období 19 %). Výsledek tohoto výpočtu se vydělí tržbami v daném roce a vyjde zisková marže z KPVH po odpisech a dani. Pomocí geometrického průměru je pak vypočítáno tempo růstu KPVH po odpisech a dani.¹⁷⁸

¹⁷⁷ Vlastní vypracování podle interních materiálů družstva.

¹⁷⁸ MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*, s. 146.

Tabulka 31: KPVH a zisková marže po odpisech a dani¹⁷⁹

	Rok	KPVH po odpisech a dani (v tis. Kč)	Zisková marže z KPVH po odpisech a dani (%)	Tempo růstu KPVH po odpisech a dani (%)
Skutečnost	2011	11 159	13,58	-24,24
	2012	2 798	2,82	
	2013	8 240	8,27	
	2014	7 876	7,88	
	2015	3 677	3,91	
Prognóza	2016	-3 150	-4,20	31,06
	2017	650	0,68	
	2018	11 650	11,65	
	2019	10 850	10,33	

Nyní přistoupíme k výpočtu rentability provozně nutného investovaného kapitálu. Hodnoty investovaného kapitálu provozně nutného budou využity z kapitoly 4.1.1. Obrat investovaného kapitálu bude vypočítán jako podíl investovaného kapitálu v předchozím roce a tržeb v daném roce. Rentabilita investovaného kapitálu se vypočítá jako součin ziskové marže z korigovaného provozního výsledku hospodaření po odpisech a dani a obratu investovaného kapitálu.¹⁸⁰

Tabulka 32: Rentabilita provozně nutného investovaného kapitálu¹⁸¹

	Rok	Investovaný kapitál (v tis. Kč)	Obrat investovaného kapitálu	Rentabilita investovaného kapitálu (%)
Skutečnost	2011	189 324	-	-
	2012	226 581	1,90	5,36
	2013	222 197	2,27	18,77
	2014	223 130	2,22	17,49
	2015	214 026	2,37	9,27
Prognóza	2016	232 920	2,85	-11,97
	2017	216 220	2,45	1,67
	2018	211 820	2,16	25,16
	2019	208 670	2,02	20,87

¹⁷⁹ Vlastní vypracování podle interních materiálů družstva.

¹⁸⁰ MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*, s. 146.

¹⁸¹ Vlastní vypracování podle interních materiálů družstva.

4.3.6 Předběžné ocenění pomocí generátorů hodnoty

V předchozích podkapitolách byly vypočítány potřebné hodnoty dosazované do vzorce pro předběžné ocenění podniku pomocí generátorů hodnoty. Nyní přistoupíme k samotnému předběžnému ocenění. Ještě předtím vypočítáme průměrnou ziskovou marži po odpisech a dani.

Hodnoty ziskové marže před odpisy byly vypočítány v kapitole 4.3.2. Odpisy z kapitoly 4.3.4 budou následně vyjádřeny v poměru k tržbám. Když od ziskové marže před odpisy odečteme podíl odpisů na tržbách, vyjde zisková marže po odpisech. Od ní následně odečteme daň a vyjde zisková marže po dani.¹⁸²

Tabulka 33: Průměrná zisková marže po odpisech a dani (v %)¹⁸³

Položka	Rok			
	2016	2017	2018	2019
Zisková marže před odpisy	30,47	27,42	38,15	36,33
Podíl odpisů na tržbách	34,67	26,32	24,00	23,81
Zisková marže po odpisech	-4,20	1,10	14,15	12,52
Zisková marže po dani (19 %)	-4,20	0,89	11,46	10,14
Průměrná zisková marže po dani	4,57			

Pro kalkulovanou diskontní míru bude použit odhad 12, 10 a 8 %.

Tabulka 34: Předběžné ocenění družstva k 1.1.2016¹⁸⁴

Generátor hodnoty	Označení	Prognóza (v %)		
		pesimistická	střední	optimistická
Tempo růstu tržeb	g	2,27	2,77	3,27
Zisková marže po odpisech a dani	r _{ZPx}	4,37	4,57	4,77
Náročnost růstu tržeb na:				
- růst pracovního kapitálu	k _{wc}	20,48	19,98	19,48
- růst dlouhodobého majetku	k _{DMx}	-68,19	-69,19	-70,19
- investic netto celkem		-47,71	-49,21	-50,71
Kalkulovaná úroková míra	i _k	12,00	10,00	8,00
Hodnota podniku brutto (v mil. Kč)	H_b	53,64	78,78	130,85

¹⁸² MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*, s. 148.

¹⁸³ Vlastní vypracování podle interních materiálů družstva.

¹⁸⁴ Vlastní vypracování podle interních materiálů družstva.

Hodnota podniku podle generátorů hodnoty k 1. lednu 2016 vyšla 53,64 mil. Kč v pesimistické variantě, 78,78 mil. Kč ve střední variantě a 130,85 mil. Kč v optimistické variantě.

4.4 Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)

Nyní bude přistoupeno ke stanovení hodnoty společnosti AGRO družstvo vlastníků Puklice pomocí metody diskontovaných peněžních toků (DCF) k 1. lednu 2016. Nejprve budou stanoveny průměrné vážené náklady kapitálu (WACC), poté bude vyjádřena hodnota podniku v první fázi (období 2016 až 2019) a v druhé fázi bude vypočítána pokračující hodnota (rok 2020 až do nekonečna). V poslední podkapitole bude uvedeno výsledné ocenění.

4.4.1 Průměrné vážené náklady kapitálu (WACC)

V metodě ocenění podniku DCF entity se stanovuje diskontní míra na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC). Nejprve budou vypočítány náklady na cizí kapitál, následně náklady na vlastní kapitál a nakonec budou vypočítány samotné průměrné vážené náklady kapitálu.

4.4.1.1 Náklady na cizí kapitál

V této podkapitole budou vypočítány náklady na cizí kapitál. Vzhledem k velkému množství různých úvěrů bude využita metoda, při které bude vypočítána průměrná úroková sazba.

Tabulka 35: Výpočet nákladů na cizí kapitál (tis. Kč)¹⁸⁵

Položka	Rok				
	2011	2012	2013	2014	2015
Bankovní úvěry a výpomoci	54 263	82 800	95 702	94 776	89 796
Nákladové úroky	2 813	4 036	3 949	4 338	3 989
Úroková sazba (%)	5,18	4,87	4,13	4,58	4,44
Průměrná úroková sazba (%)	4,64				

¹⁸⁵ Vlastní vypracování podle interních materiálů družstva.

4.4.1.2 Náklady na vlastní kapitál

Následuje výpočet nákladů na vlastní kapitál. K tomu bude využit model CAPM (capital asset pricing model).¹⁸⁶

Výnosnost desetiletých vládních dluhopisů USA k 31. prosinci 2015 činí 2,27 %.¹⁸⁷ Beta nezadlužená pro zemědělství v Evropě je 0,36.¹⁸⁸ Riziková prémie kapitálového trhu USA (geometrický průměr za období 1928-2015) činí 4,91 %.¹⁸⁹ Rating České republiky stanovený agenturou Moody's byl A1.¹⁹⁰ Riziko selhání země je 0,81 %.¹⁹¹ Odhad poměru rizikové prémie u akcií oproti dluhopisům je 1,5.¹⁹² Riziková prémie země se vyjádří jako součin rizika selhání země a odhadu poměru rizikové prémie u akcií oproti dluhopisům. Následně se upraví o rozdíl v inflaci (-0,3 %).¹⁹³

Tabulka 36: Výpočet nákladů na vlastní kapitál¹⁹⁴

Položka	Hodnota
r_f (aktuální výnosnost desetiletých vládních dluhopisů USA)	2,27 %
Beta nezadlužené pro Farming/Agriculture (Evropa)	0,36
Riziková prémie kapitálového trhu USA (geometrický průměr)	4,91 %
Rating České republiky	A1
Riziko selhání země	0,81 %
Odhad poměru rizikové prémie u akcií oproti dluhopisům	1,5
Riziková prémie země	1,22 %
Riziková prémie země upravená o rozdíl v inflaci (-0,3 %)	0,92 %
Riziková přírážka za menší společnost – odhad	2,0 %
Riziková přírážka za menší likviditu vlastnických podílů – odhad	1,5 %
Poměr cizího a vlastního kapitálu u oceňovaného podniku	13 %
Daňová sazba	19 %
Beta zadlužené	0,398
Náklady vlastního kapitálu	9,07 %

¹⁸⁶ MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*, s. 219-223.

¹⁸⁷ U.S. DEPARTMENT OF THE TREASURY. *Daily Treasury Yield Curve Rates*. [online].

¹⁸⁸ DAMODARAN, A. *Damodaran.com* [online].

¹⁸⁹ tamtéž.

¹⁹⁰ ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Vývoj ratingu v ČR*. cnb.cz [online].

¹⁹¹ DAMODARAN, A. *Damodaran.com* [online].

¹⁹² tamtéž.

¹⁹³ tamtéž.

¹⁹⁴ Vlastní vypracování.

4.4.1.3 Výpočet průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC)

V dalším kroku bude vypočítán podíl vlastního kapitálu na celkovém kapitálu a také podíl úročeného cizího kapitálu na celkovém kapitálu. Data jsou platná k 31. prosinci 2015.

Tabulka 37: Podíl vlastního a cizího kapitálu¹⁹⁵

Položka	Hodnota (tis. Kč)	Podíl (%)
Vlastní kapitál	34 804	27,93
Bankovní úvěry	89 796	72,07

Nyní již známe všechny potřebné údaje k výpočtu průměrných vážených nákladů kapitálu. Tyto údaje budou přehledně seřazeny do tabulky, dosazeny do příslušného vzorce a bude vypočítána výsledná hodnota WACC.

Tabulka 38: Výpočet průměrných vážených nákladů na kapitál¹⁹⁶

Položka	Označení	Hodnota (%)
Náklady na vlastní kapitál	r_e	9,07
Podíl vlastního kapitálu na celkovém kapitálu	VK/K	27,93
Náklady na cizí kapitál	r_d	4,64
Náklady na cizí kapitál po dani	$r_d \cdot (1-d)$	3,76
Podíl úročeného cizího kapitálu na celk. kapitálu	CK/K	72,07
Průměrné vážené náklady kapitálu	WACC	5,24

Průměrné vážené náklady na kapitál jsou ve výši 5,24 %.

4.4.2 První fáze ocenění pomocí metody DCF entity

V této podkapitole bude vypočítána první fáze ocenění pomocí metody DCF entity. Hodnoty korigovaného provozního výsledku hospodaření budou využity z kapitoly věnované generátorům hodnoty. Dále bude odečtena daň a vyjde korigovaný provozní výsledek hospodaření po dani. I další vstupní data budou převzata z kapitoly věnované generátorům hodnoty. Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku se

¹⁹⁵ Vlastní vypracování podle interních materiálů družstva.

¹⁹⁶ Vlastní vypracování podle interních materiálů družstva.

vypočítají jako změna provozně nutného dlouhodobého majetku v daném roce plus odpisy. Investice do provozně nutného pracovního kapitálu vyjadřují změnu provozně nutného pracovního kapitálu v daném roce. Po sečtení vyjmenovaných položek vyjde FCFF. Tento výsledek bude diskontován pomocí průměrných vážených nákladů na kapitál (WACC). Sečtené hodnoty diskontovaného FCFF k 1. lednu 2016 budou vyjadřovat současnou hodnotu první fáze.¹⁹⁷

Tabulka 39: Současná hodnota první fáze metodou DCF (v tis. Kč)¹⁹⁸

Položka	Rok			
	2016	2017	2018	2019
Korigovaný provozní výsl. hospodaření	-3 150	1 050	14 150	13 150
Upravená daň (19 %)	0	200	2 689	2 499
Korigovaný provozní VH po dani	-3 150	850	11 461	10 651
Odpisy	26 000	25 000	24 000	25 000
Nepeněžní operace (změna rezerv)	0	0	0	0
Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku	-50 070	-9 700	-14 350	-18 350
Investice do provozně nutného pracovního kapitálu	5 176	1 400	-5 250	-3 500
FCFF	-22 044	17 550	15 861	13 801
Odúročitel pro diskontní míru (5,24 %)	0,9502	0,9029	0,8579	0,8152
Diskontované FCFF k 1.1.2016	-20 946	15 846	13 608	11 251
Současná hodnota první fáze	19 758			

Na základě výpočtů lze konstatovat, že současná hodnota první fáze společnosti AGRO družstvo vlastníků je 19 758 tis. Kč.

4.4.3 Současná hodnota druhé fáze ocenění pomocí metody DCF entity

Nyní bude vypočítána současná hodnota druhé fáze. Odhadované tempo růstu HDP je 2,7 %. Investovaný kapitál v roce 2020 vypočítáme tak, že investovaný kapitál v roce 2019 navýšíme o tempo růstu. Stejný postup použijeme i při určování korigovaného provozního výsledku hospodaření v roce 2020. FCFF v roce 2020 vypočítáme tak, že od korigovaného provozního výsledku hospodaření v roce 2020 odečteme změnu výše

¹⁹⁷ MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*, s. 175-176.

¹⁹⁸ Vlastní vypracování podle interních materiálů družstva.

investovaného kapitálu mezi lety 2019 a 2020. Nyní již předešlé hodnoty dosadíme do Gordonova vzorce, výsledek diskontujeme a vyjde současná hodnota druhé fáze.¹⁹⁹

Tabulka 40: Současná hodnota druhé fáze metodou DCF - Gordonův vzorec (v tis. Kč)²⁰⁰

Položka	Hodnota (v tis. Kč)
Předpokládané tempo růstu HDP (g)	2,7 %
Investice v roce 2020	214 304
Korigovaný provozní výsledek hospodaření v roce 2020	13 505
FCFF v roce 2020	7 871
Kalkulovaná diskontní míra na úrovni WACC	5,24 %
Pokračující hodnota získaná dosazením do Gordonova vzorce	309 882
Současná hodnota druhé fáze	252 623

Současná hodnota druhé fáze ocenění společnosti AGRO družstvo vlastníků Puklice je 252 623 tis. Kč.

4.4.4 Výsledné ocenění k 1. lednu 2016

V této podkapitole přistoupíme ke konečnému ocenění družstva pomocí metody DCF entity. Když sečteme současné hodnoty obou fází, vyjde provozní hodnota brutto. Od této hodnoty odečteme úročený cizí kapitál k datu ocenění a vyjde provozní hodnota netto. Následně přičteme neprovozní majetek k datu ocenění a vyjde výsledná hodnota ocenění podle metody DCF entity.

Tabulka 41: Výsledné ocenění metodou DCF entity k 1. lednu 2016²⁰¹

Položka	Hodnota (v tis. Kč)
Současná hodnota 1. fáze	19 758
Současná hodnota 2. fáze	252 623
Provozní hodnota brutto	272 381
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	89 796
Provozní hodnota netto	182 585
Neprovozní majetek k datu ocenění	15 300
Výsledná hodnota ocenění podle DCF	197 885

¹⁹⁹ MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*, s. 184-185.

²⁰⁰ Vlastní vypracování podle interních materiálů družstva.

²⁰¹ Vlastní vypracování podle interních materiálů družstva.

Výsledné ocenění metodou diskontovaných peněžních toků (DCF entity) k datu 1. ledna 2016 je 197 885 tis. Kč. Největší vliv na tuto hodnotu měla pokračující hodnota ve druhé fázi ocenění. Na současnou hodnotu první fáze připadá pouze 19 758 tis. Kč, což je zapříčiněno probíhající restrukturalizací stáda prasnic a s tím spojeným výpadkem tržeb z prodeje vepřového masa v roce 2016 a částečně i v roce následujícím.

4.5 Shrnutí vlastních návrhů

V předchozích kapitolách byla stanovena hodnota podniku nejprve odhadem pomocí účetní metody, poté odhadem pomocí generátorů hodnoty a nakonec metodou DCF entity. Výsledky ocenění jednotlivými metodami jsou znázorněny v následující tabulce.

Tabulka 42: Porovnání výsledků ocenění jednotlivými metodami²⁰²

Metoda ocenění	Hodnota (v tis. Kč)
Odhad účetní metodou	41 242
Generátory hodnoty (pesimistická)	53 640
Generátory hodnoty (střední)	78 780
Generátory hodnoty (optimistická)	130 850
Metoda DCF entity	197 885

Hodnota společnosti AGRO družstvo vlastníků Puklice určená metodou diskontovaných peněžních toků (DCF entity) je ze všech metod nejvhodnější pro potřeby strategického řízení. Hodnota ve výši **197 885 tis. Kč** je přibližně pětinasobně vyšší než odhad účetní metodou (41 242 tis. Kč). To je zapříčiněno skutečností, že účetní metoda vychází pouze z minulosti a budoucnost nijak nezohledňuje. Odhad hodnoty pomocí generátorů hodnoty se ve všech třech variantách (pesimistická, střední a optimistická) pohybuje mezi hodnotou odhadu účetní metodou a výsledkem metody DCF entity. Generátory hodnoty však poskytují pouze hrubý odhad hodnoty a tento výsledek je výrazně ovlivněn stanovenou diskontní mírou, proto se za nejvíce směrodatnou považuje hodnota vypočítaná metodou DCF entity.

²⁰² Vlastní vypracování.

Je však třeba mít na paměti, že výsledné ocenění je pouze orientační a velmi závisí na dostupných datech a obzvláště v oboru zemědělství může dojít ke změně budoucích prognóz, které mohou ovlivnit výslednou hodnotu.

ZÁVĚR

Hlavním cílem této diplomové práce bylo stanovení hodnoty společnosti AGRO družstvo vlastníků Puklice ke dni 1. ledna 2016. Cíl se podařilo naplnit. Nejprve byla hodnota podniku odhadnuta pomocí účetní metody, následně pomocí generátorů hodnoty a nakonec byla vypočítána podle metody DCF entity, podle níž je hodnota podniku 197 885 tis. Kč.

Diplomová práce byla rozdělena do čtyř částí. V první části byly definovány cíle práce. Druhá část obsahovala teoretická východiska práce, zejména týkající se definice podniku, hodnoty podniku, strategické a finanční analýzy a dále zde byly popsány základní metody ocenění. Ve třetí části byly nejprve uvedeny základní informace o družstvu, následovala strategická analýza (analýza podniku, analýza obecného a oborového prostředí, SWOT analýza) a nakonec finanční analýza včetně jejího zhodnocení. Část čtvrtá obsahovala vlastní stanovení hodnoty podniku.

V této práci se podařilo naplnit i všechny dílčí cíle. Strategická analýza odhalila, že je družstvo nejvíce závislé na výkupních cenách mléka a vepřového masa. Mezi problémy řadíme například vyšší počet zaměstnanců starších 40 let a skutečnost, že z pozemků, na kterých družstvo hospodaří, je jen malá část ve vlastnictví družstva. Pozitivní je, že družstvo v posledních přibližně deseti letech masivně investovalo do modernizací a výstavby, které by se měly v následujících letech pozitivně projevit v hospodářských výsledcích družstva.

Finanční analýza odhalila, že družstvu hrozí vážné finanční problémy. I přes velký podíl cizích zdrojů má družstvo dobrou platební morálku a je schopno úvěry splácet. Klíčové bude zejména období do doby, než se podaří obnovit produkci vepřového masa po restrukturalizaci stáda prasnic a přechodu na nové plemeno (k plné produkci dojde až v roce 2018). Družstvo se v nejbližších letech zaměří zejména na splácení úvěrů a nákup pozemků. Hlavní část úvěrů by měla být splacena v roce 2022.

SEZNAM POUŽITÝCH ZDROJŮ

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *cnb.cz* [online]. ČNB, ©2003-2017 [cit. 2017-03-11]. Dostupné z: <http://www.cnb.cz/cs/index.html>

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Vývoj ratingu v ČR*. *cnb.cz* [online]. ©2017 [cit. 2017-05-05]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/mezinarodni_vztahy/rating/.

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. *Nezaměstnanost v Kraji Vysočina k 31.12.2016* [online]. ČSÚ, ©2017 [cit. 2017-03-11]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/xj/nezamestnanost-v-kraji-vysocina-k-31-12-2016>

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. *Statistická ročenka Kraje Vysočina - 2016* [online]. ČSÚ, ©2017 [cit. 2017-03-11]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/czso/4-obyvateľstvo-1sszs5yghb>

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. *Základní tendence demografického, sociálního a ekonomického vývoje Kraje Vysočina* [online]. ČSÚ, ©2017 [cit. 2017-03-11]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/xj/zakladni_tendence_demografickeho_socialniho_a_ekonomickeho_vyvoje_kraje_vysocina

DAMODARAN, A. *Damodaran.com* [online]. ©2017 [cit. 2017-05-05]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. Praha: Ekopress, 2006. ISBN 80-86119-58-0.

GRASSEOVÁ, Monika, Radek DUBEC a David ŘEHÁK. *Analýza v rukou manažera: 33 nejpoužívanějších metod strategického řízení*. Brno: Computer Press, 2010. ISBN 978-80-251-2621-9.

GRÜNWALD, Rolf. *Finanční analýza pro oceňování podniku*. Praha: Vysoká škola ekonomická, 2000. ISBN 80-245-0032-9.

KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. Praktické příručky. Daně, účetnictví, ekonomie. ISBN 80-7179-529-1.

LHOTSKÝ, Jan. *Strategický management: jak zajistit budoucí úspěch podniku*. [Česko: J. Lhotský], 2010. ISBN 978-80-254-8182-0.

MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-67-5.

MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy*. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-80-4.

MINISTERSTVO FINANCÍ ČESKÉ REPUBLIKY. *MF letos očekává růst HDP o 2,6 %* [online]. MFČR, ©2005-2017 [cit. 2017-03-11]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/aktualne/tiskove-zpravy/2017/mf-letos-ocekava-rust-hdp-o-26-27460>

MINISTERSTVO ZEMĚDĚLSTVÍ ČESKÉ REPUBLIKY. *Jednotná platba na plochu* [online]. MZČR, ©2009-2017 [cit. 2017-03-11]. Dostupné z: <http://eagri.cz/public/web/mze/dotace/prime-platby/jednotna-platba-na-plochu/>

MINISTERSTVO ZEMĚDĚLSTVÍ ČESKÉ REPUBLIKY. *Ministr Jurečka: Plním svůj slib, zemědělci ode dneška mohou žádat o zelenou naftu* [online]. MZČR, ©2009-2017 [cit. 2017-03-11]. Dostupné z: http://eagri.cz/public/web/mze/tiskovy-servis/tiskove-zpravy/x2014_ministr-jurecka-plnim-svuj-slib-1.html

MINISTERSTVO ZEMĚDĚLSTVÍ ČESKÉ REPUBLIKY. *Společná zemědělská politika po reformě* [online]. MZČR, ©2009-2017 [cit. 2017-03-11]. Dostupné z: <http://eagri.cz/public/web/mze/dotace/program-rozvoje-venkova-na-obdobi-2014/aktuality/spolecna-zemedelska-politika-po-reforme.html>

NEUMAIEROVÁ, Inka; NEUMAIER, Ivan. Index IN05 : Index IN05. In *Evropské finanční systémy : Sborník příspěvků z mezinárodní vědecké konference*. Brno : Masarykova univerzita v Brně, 2005. s. 143-146. Dostupné z WWW: <http://is.muni.cz/do/1456/sborniky/2005/evropske-financni-systemy-2005.pdf>.

NEUMAIEROVÁ, Inka a Ivan NEUMAIER. *Výkonnost a tržní hodnota firmy*. Praha: Grada, 2002. Finance (Grada). ISBN 80-247-0125-1.

PEŠKOVÁ, Radka a Irena JINDŘICHOVSKÁ. *Finanční analýza*. Praha: Vysoká škola ekonomie a managementu, 2011. ISBN 978-80-86730-80-6.

REFAIT, Michel. *Oceňování podniků*. Přeložil Jaroslav KELIŠ. Praha: HZ, 1995. Editio Q. ISBN 80-901918-6-X.

REJSTRIK.PENIZE.CZ. *AGRO družstvo vlastníků Puklice* [online]. Peníze.cz, ©2017 [cit. 2017-02-04]. Dostupné z: <http://rejstrik.penize.cz/49975552-agro-druzstvo-vlastniku-puklice#sr>

RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 5., aktualizované vydání. Praha: Grada Publishing, 2015. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-5534-2.

SABOLOVIČ, Mojmir. *Oceňování podniku*. Brno: Rašínova vysoká škola, 2008. ISBN 978-80-87001-13-4.

SABOLOVIČ, Mojmir. *Stanovení hodnoty podniku*. Brno: Mendelova univerzita v Brně, 2011. Folia Universitatis Agriculturae et Silviculturae Mendelianae Brunensis : edition of original papers and monographs. ISBN 978-80-7375-503-4.

SEDLÁČKOVÁ, Helena. *Strategická analýza*. Praha: C.H. Beck, 2000. C.H. Beck pro praxi. ISBN 80-7179-422-8.

SEZNAM.CZ. *Mapy.cz* [online]. Seznam, ©2017 [cit. 2017-02-10]. Dostupné z: <https://mapy.cz/turisticka?x=15.6284621&y=49.3870395&z=12&source=addr&id=10358627>

STÁTNÍ ZEMĚDĚLSKÝ INTERVENČNÍ FOND. *Zpráva o trhu s mlékem a mlékárenskými výrobky* [online]. SZIF, ©2013-2017 [cit. 2017-03-11]. Dostupné z: http://www.szif.cz/cs/CmDocument?rid=%2Fapa_anon%2Fcs%2Fzpravy%2Ftis%2Fzpravy_o_trhu%2F04%2F1488889428147.pdf

U.S. DEPARTMENT OF THE TREASURY. *Daily Treasury Yield Curve Rates*. Treasury.gov [online]. ©2017 [cit. 2017-05-05]. Dostupné z: <http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interestrates/Pages/TextView.aspx?data=yieldYear&year=2015>

VAŠOUREK, K. *Interview*. Puklice 94. 3.4.2017.

Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník ze dne 3. února 2012.

ŽÁČEK, Vladimír. *Management podniku*. V Praze: České vysoké učení technické, 2009. ISBN 978-80-01-04370-7.

SEZNAM TABULEK, OBRÁZKŮ A GRAFŮ

Seznam tabulek

Tabulka 1: Výpočet volného peněžního toku (FCFF)	41
Tabulka 2: Výpočet korigovaného provozního výsledku hospodaření	41
Tabulka 3: Postup výpočtu hodnoty podniku pomocí substanční metody	46
Tabulka 4: Souhrnné informace o družstvu (k 31. lednu 2017)	50
Tabulka 5: Vývoj výkupních cen mléka v letech 2011 až 2017 (Kč/l)	57
Tabulka 6: Struktura aktiv v letech 2011 až 2015 (v tis. Kč)	63
Tabulka 7: Struktura dlouhodobého majetku v letech 2011 až 2015 (v tis. Kč)	64
Tabulka 8: Struktura oběžných aktiv v letech 2011 až 2015 (v tis. Kč).....	64
Tabulka 9: Horizontální analýza aktiv v letech 2011 až 2015.....	66
Tabulka 10: Struktura pasiv v letech 2011 až 2015 (v tis. Kč).....	67
Tabulka 11: Struktura vlastního kapitálu v letech 2011 až 2015 (v tis. Kč).....	68
Tabulka 12: Struktura cizích zdrojů v letech 2011 až 2015 (v tis. Kč)	68
Tabulka 13: Horizontální analýza pasiv v letech 2011 až 2015	70
Tabulka 14: Struktura vybraných položek výkazu zisku a ztráty v letech 2011 až 2015 (v tis. Kč)	71
Tabulka 15: Čistý pracovní kapitál v letech 2011 až 2015 (v tis. Kč).....	73
Tabulka 16: Ukazatele rentability v letech 2011 až 2015 (v %).....	73
Tabulka 17: Ukazatele aktivity v letech 2011 až 2015	75
Tabulka 18: Ukazatele zadluženosti v letech 2011 až 2015	76
Tabulka 19: Ukazatele likvidity v letech 2011 až 2015.....	77
Tabulka 20: Vybrané soustavy ukazatelů v letech 2011 až 2015	78
Tabulka 21: Provozně nutný investovaný kapitál v letech 2011 až 2015 (v tis. Kč).....	82
Tabulka 22: Korigovaný provozní výsledek hospodaření v letech 2011 až 2015 (v tis. Kč)	83
Tabulka 23: Vybrané položky rozvahy (aktiva) k 31.12.2015	84
Tabulka 24: Vybrané položky rozvahy (pasiva) k 31.12.2015.....	84
Tabulka 25: Vývoj a prognóza tržeb.....	85
Tabulka 26: Marže provozního zisku	86
Tabulka 27: Analýza koeficientu náročnosti růstu tržeb na pracovní kapitál (v tis. Kč)	87

Tabulka 28: Analýza a prognóza ukazatelů aktivity	87
Tabulka 29: Prognóza koeficientu náročnosti růstu tržeb na pracovní kapitál (v tis. Kč)	88
Tabulka 30: Koeficient náročnosti růstu tržeb na růst investičního majetku (v tis. Kč)	89
Tabulka 31: KPVH a zisková marže po odpisech a dani.....	90
Tabulka 32: Rentabilita provozně nutného investovaného kapitálu	90
Tabulka 33: Průměrná zisková marže po odpisech a dani (v %).....	91
Tabulka 34: Předběžné ocenění družstva k 1.1.2016.....	91
Tabulka 35: Výpočet nákladů na cizí kapitál (tis. Kč)	92
Tabulka 36: Výpočet nákladů na vlastní kapitál.....	93
Tabulka 37: Podíl vlastního a cizího kapitálu.....	94
Tabulka 38: Výpočet průměrných vážených nákladů na kapitál	94
Tabulka 39: Současná hodnota první fáze metodou DCF (v tis. Kč)	95
Tabulka 40: Současná hodnota druhé fáze metodou DCF - Gordonův vzorec (v tis. Kč)	96
Tabulka 41: Výsledné ocenění metodou DCF entity k 1. lednu 2016.....	96
Tabulka 42: Porovnání výsledků ocenění jednotlivými metodami	97

Seznam obrázků

Obrázek 1: Grafické znázornění čistého pracovního kapitálu	28
Obrázek 2: Poloha obce Puklice	49

Seznam grafů

Graf 1: Vertikální struktura aktiv v letech 2011 až 2015	63
Graf 2: Vertikální struktura oběžných aktiv v letech 2011 až 2015	65
Graf 3: Vertikální struktura pasiv v letech 2011 až 2015	67
Graf 4: Vertikální struktura cizích zdrojů v letech 2011 až 2015.....	69
Graf 5: Vybrané položky výkazu zisku a ztráty v letech 2011 až 2015	72
Graf 6: Porovnání ukazatelů ROA a ROE v letech 2011 až 2015	74
Graf 7: Porovnání doby obratu závazků a pohledávek v letech 2011 až 2015	76

SEZNAM POUŽITÝCH ZKRATEK

CAPM	capital asset pricing model
ČNB	Česká národní banka
ČPK	čistý pracovní kapitál
ČR	Česká republika
DCF	diskontovaný peněžní tok
DIČ	daňové identifikační číslo
EAT	zisk po zdanění
EBIT	zisk před zdaněním a nákladovými úroky
EU	Evropská unie
EVA	ekonomická přidaná hodnota
FCF	volné peněžní toky
FCFF	volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele
HDP	hrubý domácí produkt
JZD	jednotné zemědělské družstvo
IČO	identifikační číslo osoby
KPVH	korigovaný provozní výsledek hospodaření
ROA	rentabilita aktiv
ROCE	rentabilita dlouhodobě investovaného kapitálu
ROE	rentabilita vlastního kapitálu
ROS	rentabilita tržeb
SAPS	jednotná platba na plochu
VH	výsledek hospodaření
WACC	průměrné vážené náklady kapitálu
ZD	zemědělské družstvo

SEZNAM PŘÍLOH

Příloha 1: Zjednodušená rozvaha v letech 2011 až 2015 (v tis. Kč)	I
Příloha 2: Výkaz zisku a ztráty v letech 2011 až 2015 (v tis. Kč).....	II
Příloha 3: Plánovaná zjednodušená rozvaha v letech 2016 až 2019 (v tis. Kč)	IV
Příloha 4: Plánovaný výkaz zisku a ztráty v letech 2016 až 2019 (v tis. Kč).....	V
Příloha 5: Altmanův index (Z-skóre).....	VII
Příloha 6: Index IN05	VII

Všechny přílohy vznikly vlastním vypracováním podle interních materiálů AGRO družstva vlastníků Puklice.

PŘÍLOHY

Příloha 1: Zjednodušená rozvaha v letech 2011 až 2015 (v tis. Kč)

Položka	2011	2012	2013	2014	2015
AKTIVA CELKEM	223 134	263 636	269 144	268 145	261 707
A. Pohledávky za upsaný základní kapitál	0	0	0	0	0
B. Dlouhodobý majetek	150 405	192 130	202 085	195 209	185 154
B.I. Dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0
B.II. Dlouhodobý hmotný majetek	150 338	192 062	202 011	195 135	185 080
B.III. Dlouhodobý finanční majetek	67	68	74	74	74
C. Oběžná aktiva	72 424	69 913	63 779	72 506	76 181
C.I. Zásoby	49 716	45 565	47 193	53 748	52 655
C.II. Dlouhodobé pohledávky	0	510	0	120	80
C.III. Krátkodobé pohledávky	22 333	18 476	12 817	14 297	16 606
C.IV. Krátkodobý finanční majetek	375	5 362	3 769	4 341	6 840
D. Časové rozlišení	305	1 593	3 280	430	372

PASIVA CELKEM	223 134	263 636	269 144	268 145	261 707
A. Vlastní kapitál	10 676	17 075	25 254	33 064	34 804
A.I. Základní kapitál	2 550	2 550	2 300	2 300	2 200
A.II. Kapitálové fondy	16 393	17 723	0	5 359	7 230
A.III. Fondy ze zisku	18 241	18 229	24 963	22 693	26 473
A.IV. Výsledek hospodaření minulých let	-37 489	-26 508	-6 584	-2 009	0
A.V. Výsledek hospodaření běž. úč. období (+-)	10 981	5 081	4 575	4 721	-1 099
B. Cizí zdroje	212 354	246 452	243 409	234 810	226 714
B.I. Rezervy	2 226	416	0	204	0
B.II. Dlouhodobé závazky	122 226	126 358	118 315	111 310	104 800
B.III. Krátkodobé závazky	33 639	36 878	29 392	28 520	32 118
B.IV. Bankovní úvěry a výpomoci	54 263	82 800	95 702	94 776	89 796
C. Časové rozlišení	104	109	481	271	189

Příloha 2: Výkaz zisku a ztráty v letech 2011 až 2015 (v tis. Kč)

Položka		2011	2012	2013	2014	2015
I.	Tržby za prodej zboží	0	0	0	0	0
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	0	0	0	0	0
+	Obchodní marže	0	0	0	0	0
II.	Výkony	93 722	103 539	109 875	116 742	97 820
B.	Výkonová spotřeba	60 713	71 712	77 590	80 963	68 225
+	Přidaná hodnota	33 009	31 827	32 285	35 779	29 595
C.	Osobní náklady	20 937	24 131	27 147	27 934	25 699
D.	Daně a poplatky	411	500	597	478	367
E.	Odpisy DNM a DHM	12 509	18 351	23 621	25 480	26 545
III.	Tržby z prodeje DM a materiálu	5 759	10 424	3 489	6 579	5 533
F.	Zůstatková cena prodaného DM a materiálu	3 288	3 344	4 753	6 329	6 806
G.	Změna stavu rezerv a opravných položek	-395	43	-73	428	1
IV.	Ostatní provozní výnosy	15 950	15 872	31 106	30 303	29 411
H.	Ostatní provozní náklady	1 728	1 522	1 775	2 341	2 367
V.	Převod provozních výnosů	0	0	0	0	0
I.	Převod provozních nákladů	0	0	0	0	0
*	Provozní výsledek hospodaření	16 240	10 232	9 060	9 671	2 754
VI.	Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0
J.	Prodané cenné papíry a podíly	0	0	0	0	0
VII.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0
VIII.	Výnosy z krátkodobého finančního majetku	0	0	0	0	0
K.	Náklady z finančního majetku	0	0	0	0	0
IX.	Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů	0	0	0	0	0
L.	Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů	0	0	0	0	0
M.	Změna stavu rezerv a opr. položek ve fin. oblasti	0	0	0	0	0
X.	Výnosové úroky	0	4	5	7	3
N.	Nákladové úroky	2 813	4 036	3 949	4 338	3 989
XI.	Ostatní finanční výnosy	374	466	734	772	733
O.	Ostatní finanční náklady	214	179	618	158	143
XII.	Převod finančních výnosů	0	0	0	0	0
P.	Převod finančních nákladů	0	0	0	0	0
*	Finanční výsledek hospodaření	-2 653	-3 745	-3 828	-3 717	-3 396
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	2 606	1 406	657	1 233	457
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost	10 981	5 081	4 575	4 721	-1 099
XIII.	Mimořádné výnosy	0	0	0	0	0
R.	Mimořádné náklady	0	0	0	0	0
S.	Daň z příjmů z mimořádné činnosti	0	0	0	0	0

*	Mimořádný výsledek hospodaření	0	0	0	0	0
	Převod podílu na výsl. hosp. T. společníkům	0	0	0	0	0
***	Výsledek hospodaření za účetní období	10 981	5 081	4 575	4 721	-1 099
	Výsledek hospodaření před zdaněním	13 587	6 487	5 232	5 954	-642

Příloha 3: Plánovaná zjednodušená rozvaha v letech 2016 až 2019 (v tis. Kč)

Položka	2016	2017	2018	2019
AKTIVA CELKEM	278 770	259 340	252 190	246 690
A. Pohledávky za upsaný základní kapitál	0	0	0	0
B. Dlouhodobý majetek	209 220	193 070	182 570	175 070
B.I. Dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0
B.II. Dlouhodobý hmotný majetek	209 150	193 000	182 500	175 000
B.III. Dlouhodobý finanční majetek	70	70	70	70
C. Oběžná aktiva	68 950	65 720	69 020	71 020
C.I. Zásoby	49 640	46 700	48 000	48 700
C.II. Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0
C.III. Krátkodobé pohledávky	18 190	17 970	18 970	20 270
C.IV. Krátkodobý finanční majetek	1 120	1 050	2 050	2 050
D. Časové rozlišení	600	550	600	600
PASIVA CELKEM	278 770	258 940	249 690	244 390
A. Vlastní kapitál	33 360	32 350	44 720	56 300
A.I. Základní kapitál	2 200	2 200	2 200	2 200
A.II. Kapitálové fondy	10 980	11 500	12 320	12 500
A.III. Fondy ze zisku	26 880	27 250	27 750	28 250
A.IV. Výsledek hospodaření minulých let	-1 100	-6 700	-6 700	4 950
A.V. Výsledek hospodaření běž. úč. období (+-)	-5 600	-1 900	9 150	8 400
B. Cizí zdroje	245 260	226 440	204 770	187 890
B.I. Rezervy	0	0	0	0
B.II. Dlouhodobé závazky	99 730	97 990	95 270	92 890
B.III. Krátkodobé závazky	30 330	28 450	26 500	25 000
B.IV. Bankovní úvěry a výpomoci	115 200	100 000	83 000	70 000
C. Časové rozlišení	150	150	200	200

Příloha 4: Plánovaný výkaz zisku a ztráty v letech 2016 až 2019 (v tis. Kč)

Položka		2016	2017	2018	2019
I.	Tržby za prodej zboží	0	0	0	0
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	0	0	0	0
+	Obchodní marže	0	0	0	0
II.	Výkony	82 000	98 700	112 000	114 000
B.	Výkonová spotřeba	63 000	73 000	75 000	78 000
+	Přidaná hodnota	19 000	25 700	37 000	36 000
C.	Osobní náklady	24 500	26 500	27 700	28 200
D.	Daně a poplatky	500	1 000	500	500
E.	Odpisy DNM a DHM	26 000	25 000	24 000	25 000
III.	Tržby z prodeje DM a materiálu	3 000	2 000	2 500	2 800
F.	Zůstatková cena prodaného DM a materiálu	1 500	500	500	1 000
G.	Změna stavu rezerv a opravných položek	0	0	0	0
IV.	Ostatní provozní výnosy	30 000	29 000	30 000	32 000
H.	Ostatní provozní náklady	2 000	2 000	1 500	2 000
V.	Převod provozních výnosů	0	0	0	0
I.	Převod provozních nákladů	0	0	0	0
*	Provozní výsledek hospodaření	-2 500	1 700	15 300	14 100
VI.	Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0
J.	Prodané cenné papíry a podíly	0	0	0	0
VII.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0
VIII.	Výnosy z krátkodobého finančního majetku	0	0	0	0
K.	Náklady z finančního majetku	0	0	0	0
IX.	Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů	0	0	0	0
L.	Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů	0	0	0	0
M.	Změna stavu rezerv a opr. položek ve fin. oblasti	0	0	0	0
X.	Výnosové úroky	0	0	0	0
N.	Nákladové úroky	3 500	3 700	4 000	3 700
XI.	Ostatní finanční výnosy	500	600	500	400
O.	Ostatní finanční náklady	100	100	150	100
XII.	Převod finančních výnosů	0	0	0	0
P.	Převod finančních nákladů	0	0	0	0
*	Finanční výsledek hospodaření	-3 100	-3 200	-3 650	-3 400
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	0	400	2 500	2 300
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost	-5 600	-1 900	9 150	8 400
XIII.	Mimořádné výnosy	0	0	0	0
R.	Mimořádné náklady	0	0	0	0
S.	Daň z příjmů z mimořádné činnosti	0	0	0	0
*	Mimořádný výsledek hospodaření	0	0	0	0
T.	Převod podílu na výsl. hosp. společníkům	0	0	0	0

***	Výsledek hospodaření za účetní období	-5 600	-1 900	9 150	8 400
	Výsledek hospodaření před zdaněním	-5 600	-1 500	11 650	10 700

Příloha 5: Altmanův index (Z-skóre)

Soustava ukazatelů	Rok				
	2011	2012	2013	2014	2015
0,72*(ČPK/aktiva celkem)	0,13	0,09	0,09	0,12	0,12
0,85*(zadržný zisk/aktiva celkem)	0,00	0,04	0,02	0,03	0,00
3,11*(EBIT/aktiva celkem)	0,23	0,12	0,11	0,12	0,04
0,42*(tržní hodnota VK/cizí zdroje)	0,02	0,03	0,04	0,06	0,06
1*(tržby/aktiva celkem)	0,37	0,38	0,37	0,37	0,36
Altmanův index	0,74	0,66	0,63	0,70	0,59

Příloha 6: Index IN05

Soustava ukazatelů	Rok				
	2011	2012	2013	2014	2015
0,13*(aktiva celkem/cizí zdroje)	0,14	0,14	0,14	0,15	0,15
0,04*(EBIT/nákladové úroky)	0,23	0,10	0,09	0,09	0,03
3,97*(EBIT/aktiva celkem)	0,29	0,16	0,14	0,15	0,05
0,21*(celkové výnosy/aktiva celkem)	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08
0,09*(oběžná aktiva/(krátkodobé závazky+krátkodobé bankovní úvěry a výpomoci)	0,15	0,13	0,12	0,14	0,13
Index IN05	0,88	0,62	0,57	0,61	0,44